全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net



汇添富基金·世界资本经典译丛

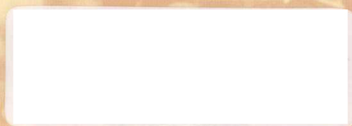
Market Upside Down

How to Invest Profitably in A Shrinking Economy

颠倒的市场

经济衰退期如何投资获利

维恩·Q.特兰（Vinh Q. Tran） 著



动荡股市中的投资宝典！

次贷危机下的应对良策！

经济衰退时期的资产保全和增值方法！



上海财经大学出版社 PEARSON

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



汇添富基金·世界资本经典译丛

颠倒的市场

——经济衰退期如何投资获利

维恩·Q. 特兰
（Vinh Q. Tran） 著

罗 曼 姚雯静 译

上海财经大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

颠倒的市场:经济衰退期如何投资获利/(美)特兰(Tran,V.Q.)著;罗曼,姚雯静译.—上海:上海财经大学出版社,2015.8
(汇添富基金·世界资本经典译丛)
书名原文:Market Upside Down: How to Invest Profitably in A Shrinking Economy
ISBN 978-7-5642-2199-7/F·2199

Ⅰ.①颠… Ⅱ.①特… ②罗…③姚… Ⅲ.①投资-基本知识 Ⅳ.①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 146237 号

□ 责任编辑 温 涌
□ 封面设计 张克瑶
□ 版式设计 孙国义
□ 责任校对 卓 妍 胡 芸

DIANDAO DE SHICHANG
颠 倒 的 市 场
——经济衰退期如何投资获利

维恩·Q. 特兰 (Vinh Q. Tran) 著

罗 曼 姚雯静 译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)
网 址:http://www.sufep.com
电子邮箱:webmaster @ sufep.com
全国新华书店经销
上海华教印务有限公司印刷装订
2015 年 8 月第 1 版 2015 年 8 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 16.5 印张(插页:7) 269 千字
印数:0 001—4 000 定价:52.00 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Authorized translation from the English language edition, entitled MARKET UPSIDE DOWN: HOW TO INVEST PROFITABLY IN A SHRINKING ECONOMY, 1E, 9780137044863 by TRAN, VINH Q., published by Pearson Education, Inc., Copyright © 2010 by Pearson Education, Inc.

All rights reserved. No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or by any information storage retrieval system, without permission from Pearson Education, Inc.

CHINESE SIMPLIFIED language edition published by PEARSON EDUCATION ASIA LTD., and SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS PRESS Copyright © 2015.

上海市版权局著作权合同登记号:图字 09—2013—790 号。

本书封面贴有 Pearson Education(培生教育出版集团)激光防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谨以此书献给我的妻子蓉(Nhung)以及
我们的儿子苏(Thuy)和女儿希瑟(Heather)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总 序

“世有非常之功，必待非常之人。”中国正在经历一个前所未有的投资大时代，无数投资人渴望着有机会感悟和学习顶尖投资大师的智慧。

有史以来最伟大的投资家，素有“股神”之称的巴菲特有句名言：成功的捷径是与成功者为伍！（It's simple to be a winner，work with winners.）

向成功者学习是成功的捷径，向投资大师学习则是投资成功的捷径。

巴菲特原来做了10年股票，当初的他也曾经到处打听消息，进行技术分析，买进卖出做短线，可结果却业绩平平。后来他学习了格雷厄姆的价值投资策略之后，投资业绩很快有了明显改善，他由衷地感叹道：“在大师门下学习几个小时的效果，远远胜过我自己过去10年里自以为是的天真思考。”

巴菲特不但学习了格雷厄姆的投资策略，还进一步吸收了费雪的投资策略，将二者完美地融合在一起。他称自己是“85%的格雷厄姆和15%的费雪”。他认为这正是自己成功的原因：“如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有。”

可见，要想投资成功很简单，那就是：向成功的投资人学投资，而且要向尽可能多的杰出投资专家学投资。

源于这个想法，汇添富基金管理股份有限公司携手上海财经大学出版社，共同推出这套“汇添富基金·世界资本经典译丛”。开卷有益，本套丛书上及1873年的伦巴第街，下至20世纪华尔街顶级基金经理人和当代“股神”巴菲特，时间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跨度长达百余年，汇添富基金希望能够借此套丛书，向您展示投资专家的大师风采，带您领略投资世界中的卓绝风景。

在本套丛书的第一到第十一辑里，我们先后为您奉献了《伦巴第街》《攻守兼备》《价值平均策略》《浮华时代》《忠告》《尖峰时刻》《战胜标准普尔》《伟大的事业》《投资存亡战》《黄金简史》《华尔街的扑克牌》《标准普尔选股策略》《华尔街50年》《先知先觉》《共同基金必胜法则》《华尔街传奇》《大熊市——危机市场生存和盈利法则》《证券分析》《股票估值实用指南》《货币简史》《货币与投资》《黄金岁月——美国股市中的非凡时刻》《英美中央银行史》《大牛市(1982～2004)——涨升与崩盘》《从平凡人到百万富翁》《像欧奈尔信徒一样交易——我们如何在股市赢得18 000%的利润》《美国国债市场的诞生》《安东尼·波顿教你选股》《恐惧与贪婪——动荡世界中的投资风险和机遇》等66本讲述国外金融市场历史风云与投资大师深邃睿智的经典之作。而在此次推出的第十二辑中，我们将继续一如既往地向您推荐5本具有同样震撼阅读效应的经典投资著作。

在2007年由美国次贷危机引发的全球金融危机中，评级机构对于金融产品和国家的评级受到了广泛的责难，由此引发了评级机构是否能够公正开展评级业务的讨论。《评级机构的秘密权力》一书从所有制结构和付费方式两个方面，说明了整个评级制度具有的先天缺陷，对于评级体制的公正性提出了挑战，呼吁从根本上改变评级体制的构架。同时，针对评级机构对于其评级不负法律责任提出了质疑，鉴于评级结果对于国家和社会的重大影响，评级结果不是简单的意见表述，而是类似于专家意见，评级机构必须为其评级负法律责任，必要时应该给投资者以补偿。本书从根本上对现行的评级体系提出了宣战，呼吁从根本上重新构建整个评级体系，使得评级机构的结果重新建立在声誉竞争的基础上，从而实现公正的评级过程，并从从众的心态转变为重视评级的质量，从而通过评级真正起到控制风险的作用。

投资是一门充满神奇诱惑的艺术，顶级投资家的选股故事总是会引发我们的无限感慨和好奇探究。《至高无上——英国顶级投资经理的选股秘诀》向我们揭示了8位伦敦城最伟大的投资人之所以伟大的那些关键特征背后的机制和心理学秘密。这些顶级选股人如何在股票市场上轻松赚得数百万乃至数千万美元，甚至更多？这就是本书作者乔纳森·戴维斯在对他们进行访谈时所要回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

答的问题。书中强调这些顶级投资经理的共同特质，解释了他们的投资策略、风格和成就是如何发展起来的，并力求帮助普通投资人学习、掌握这些技巧。

市场就是一群乌合之众。为了在市场上赚钱，我们必须成为市场的一分子，我们要受到这个过程的约束，因此最好了解不同的群体如何形成市场；一旦我们决定参与市场，我们的个人心理就会发生变化。《从众投资——宏观行为技术分析实用指南》旨在揭示股票走势图表背后所隐藏的种种思维过程，揭示影响价格走势图的人类情绪以及驱动牛市和熊市的心理因素。《金融市场技术分析》的作者约翰·墨菲认为："尽管行为分析早已应用于金融和经济领域，但约恩·特里西的这本书是我所见过的把行为学原理应用于技术分析的首次尝试。《从众投资》是对行为和技术这两个分析领域研究文献的又一深受欢迎的补充。"

套利是在一个市场上买入某份合约并在另一个市场上卖出它的行为。只要人们一直在交易，套利就始终是热门的投资策略。《风险套利》最初于 1971 年出版，是套利策略的经典范本。本书涵盖了从平均预期收益到公司冻结的所有内容，还增加了新篇章"积极套利"，展示了积极维权和套利的变形。通过真实的案例阐释以及案例研究，《风险套利》成为每一位严肃的投资专业人士以及精明的个人投资者的必备指南。

《颠倒的市场》作者维恩·特兰博士作为对经济和投资有深入研究的渊博学者，在投资领域积累了长达 20 年的经验。书中，作者首先回顾了历史上美国所经历的股市动荡和经济危机，结合日本经济萧条时期的经验和教训，对当下美国正在经历的次贷危机的根源进行了深入的探讨和分析，冷静建议人们理性对待当下的特殊经济环境。无论是对于专业市场人士还是普通的市场参与者而言，本书都是一本不可多得的解惑传道之作。特别是对于普通的市场参与者，如何在动荡的市场环境中，保障自己用于养老的不可再生的财产的安全，是亟待思考的重要问题。特兰博士以此为出发点，详细分析各种投资方案的优劣，帮助市场参与者进行理性的思考和选择，该书也由此成为应对当下经济环境的教科书式的经典。美国银行全球财富管理集团主管阮通(Thong M. Nguyen)给予该书很高的评价："《颠倒的市场》对债务累积所隐藏的祸患做出了警示。解决了次贷危机，并不意味着我们所面临的经济困境得以终结。投资者即将面临政府巨额负债引发的下一轮危机。维恩·特兰对此洞若观火，在本书中他与读者分享了在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济逆境中投资获利的种种策略，他建议提高资产流动性，以更好地保护资产和规避不可预见的风险。”

投资者也许会问：我们向投资大师、投资历史学习投资真知后，如何在中国股市实践应用大师们的价值投资理念？

事实永远胜于雄辩。中国基金行业从创立至今，始终坚持和实践价值投资与有效风险控制策略，相信我们十多年来的追求探索已经在一定程度上回答了这个问题：

首先，中国基金行业成立以来的投资业绩充分表明，在中国股市运用长期价值投资策略同样是非常有效的，同样能够显著地战胜市场。公司成立以来我们旗下基金的优秀业绩，就是最好的证明之一。价值投资最基本的安全边际原则是永恒不变的，坚守基于深入基本面分析的长期价值投资，必定会有良好的长期回报。

其次，我们的经历还表明，在中国股市运用价值投资策略，必须结合中国股市以及中国上市公司的实际情况，做到理论与实践相结合，勇于创新。事实上，作为价值型基金经理人的典范，彼得·林奇也是在总结和反思传统价值投资分析方法的基础上，推陈出新，取得了前无古人的共同基金业绩。

最后，需要强调的是，我们比巴菲特、彼得·林奇等人更加幸运，中国有持续快速稳定发展的经济环境，有一个经过改革后基本面发生巨大变化的证券市场，有一批快速成长的优秀上市公司，这一切将使我们拥有更多、更好的投资机会。

我们有理由坚信，只要坚持深入基本面分析的价值投资理念，不断积累经验和总结教训，不断完善和提高自己，中国基金行业必将能为投资者创造长期稳定的较好投资回报。

“他山之石，可以攻玉。”20 年前，当我在上海财经大学读书的时候，也曾经阅读过大量海外经典投资书籍，获益匪浅。今天，我们和上海财大出版社一起，精挑细选了上述这些书籍，力求使投资人能够对一个多世纪的西方资本市场发展窥斑见豹，有所感悟；而其中的正反两方面的经验与教训，亦可为我们所鉴，或成为成功投资的指南，或成为风险教育的反面教材。

“辉煌源于价值，艰巨在于漫长。”对于投资者来说，注重投资内在价值，精心挑选稳健的投资品种，进行长期投资，将会比你花心思去预测市场走向、揣测指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数高低更为务实和有意义。当今中国正处在一个稳健发展和经济转型相结合的黄金时期，站在东方大国崛起的高度，不妨看淡指数，让你的心态从容超越股市指数的短期涨跌，让我们一起从容分享中国资本市场的美好未来。在此，汇添富基金期待着与广大投资者一起，伴随着中国证券市场和中国基金业的不断发展，迎来更加辉煌灿烂的明天！

张 晖

汇添富基金管理股份有限公司总经理

2015 年 7 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致 谢

当一切发生的时候，犹如慢镜头中的一场车祸。你眼睁睁地看着灾难降临，你大声叫喊，让人们快点躲开。但是，人们却带着疑惑看着你拼命地手舞足蹈。

我想向一切曾聆听过我的倾诉，并且鼓励我写作此书的客户、朋友和同事表示诚挚的感谢。

对那些曾经阅读过手稿并提出建议和评论的朋友及同事们，我由衷地感谢，这其中有：来自美国银行全球财富管理的阮·M.通（Thong M. Nguyen）和布莱恩·L.赛德曼（Brian L. Seidman）；来自阿奇斯通合伙公司（Archstone Partners）的约瑟夫·皮尼亚泰利（Joseph Pignatelli）；来自斑马资产管理公司（Zebra Capital Management）及耶鲁大学管理学院的罗杰·C.伊博森（Roger C. Ibbotson）；来自大西洋资产管理公司（Atlantic Asset Management Partners）的罗纳德·W.赛勒斯（Ronald W. Sellers）、杜安·罗伯茨（Duane Roberts）、弗瓦德·谢赫（Fowad Sheikh）和迈克尔·迪宁（Michael Dineen）；来自纽约大学的劳伦斯·J.朗瓦（Lawrence J. Longua）；来自圣心大学（Sacred Heart University）的布里奇特·莱昂斯（Bridget Lyons）、拉尔夫·W.H.林（Ralph W.H. Lim）和卢西安·T.奥洛夫斯基（Lucian T. Orlowski）；来自佐治亚州立大学（Georgia State University）的维卡斯·阿加瓦尔（Vikas Agarwal）。感谢他们为本书奉献了大量的时间，并提供了大量的支持。若本书中出现任何错误，都是我的过失导致。

这部作品得以成书，还必须感谢我的编辑——FT出版社和沃顿商学院出版社的执行主编吉安·葛莱瑟（Jeanne Glasser），感谢她无尽的耐心和关注；还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有编委会成员朱莉·安德森(Julie Anderson)，感谢她的仔细周到、一丝不苟，并总能设法满足我的苛刻要求。

作为一名有日常工作的作者，忙碌的写作让我无暇与家人共处，但我的妻子从未抱怨，总是支持我、爱我，我对此无比感激。我还要感谢我儿子对我的无限关怀以及我女儿给予我的独一无二的爱。

维恩·Q. 特兰
(Vinh Q. Tran)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导 言

投资中，悲观是你的朋友，过度兴奋则是你的敌人。

——沃伦·巴菲特(Warren Buffet)

CNBC 消费新闻与商业频道采访，2009 年 7 月 3 日

继 2000～2002 年科技股泡沫破裂的低潮后，2008 年秋天，美国股市再度跌入低谷，而几个月后，股市又再创新低。

就在之前一年，道琼斯工业平均指数(Dow Jones Industrial Average)才刚刚创下历史最高纪录，人们兴奋的情绪仍然在空气中弥漫，没有人能料到，这么短的时间内，股市又再度跌向历史新低。熊市不应来得这么快、这么突然。短短 12 个月的时间里，受房地产价格下跌以及次贷危机的影响，道琼斯工业平均指数的价值顷刻间蒸发了一半，几乎就在一瞬间，投资者 10 年来在美国股市长期经营的辛苦所得就灰飞烟灭了。

严重的后果随之产生，美国陷入了一次体制性危机，金融机构纷纷走到了破产或濒临破产的绝境，危机逐渐蔓延到美国经济的其他领域，乃至全球的每个角落。

为避免像 20 世纪 90 年代的日本那样陷入经济萧条和通货紧缩的恶性循环，美国及面临同样处境的其他各国政府纷纷采取力度较大的减息措施，同时启动了大规模的紧急援助项目，以避免全球银行体系走向崩溃。

正如 20 世纪 90 年代的日本，联邦储备局(Federal Reserve)将联邦资金的利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率几乎降低到零，财政部也向银行注入大量资金，希望它们继续借贷以缓解流动资金紧缩的局面。但由于多家银行处于风雨飘摇的破产边缘，惧怕经济衰退后产生大批坏账，因而也只是将政府资金死死攥在手心，不愿意向外借贷。

与此同时，股市依然在不断下跌。直到总统大选在即，巴拉克·奥巴马总统(Barack Obama)启动了总价值 7 870 亿美元的经济刺激计划，尽管当时总统拥有非常高的支持率，并发表了振奋人心的演讲，但是股票下跌的程度依然超过了 10 月危机时的水平，并且再次跌破了 2000 年熊市的最低谷。

上述各种救市措施，虽然未能为股市带来立竿见影的效果，却有效地遏制了经济的衰退趋势，并牢牢地稳定住了股价。同时，诸如“旧车换现金”(Cash for Clunkers)等经济刺激措施纷纷出台，巩固了经济形势，到 2009 年中期，各项经济指标已经止住了崩溃的趋势，一些著名的华尔街分析师断言即将迎来牛市，因而股民们对股市的信心得以复苏。耶鲁大学教授、标准普尔房价指数(S&P/Case-Shiller House Index)的创始人罗伯特·J. 席勒(Robert J. Shiller)对上述情形却表达了困惑之意：

全球对经济复苏的信心令人感到困惑。

毕竟这个世界如此巨大又如此多元化，那么为何这么多地方同时这么快地恢复了信心？政府的经济刺激手段和紧急援助项目的规模也没有大到足以产生如此深远的影响。那么到底发生了什么？……解释得更清楚点，如果从超越传统经济关系的眼光来看世界经济，可以看到影响它的因素包括社会传播性、想法的传播以及巨大的反馈环，这些因素将逐步影响全世界人们的观点……

上述种种原因表明，现在的信心复苏完全来自社会传播性。而人们在进一步的渲染下，信心会再度膨胀，就仿佛股市的复苏是注定实现的预言，也许我们能迎来市场和经济的进一步好转。但是，在这样一个仍旧十分不稳定的经济形势下，事情可能产生各种难以预测的变化，股价给我们的回馈也许是继续低迷，而市场动态将进一步恶化——仿佛历史重演。[1]

因此，不难想象，正如以往每次股市崩盘后总会出现几次小小的复苏，从 2009 年 3 月的低迷期开始的鼓动经济的行动，还将持续很长一段时间。有日本

---

[1] Robert J. Shiller, "Economic View: An Echo Chamber of Boom and Bust," *The New York Times*, August 30, 2009. http://www.nytimes.com/2009/08/30/business/economy/30view.html?_r=1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行的零利率措施珠玉在前，联邦储备局还将在超出人们预期的长时期内保持低利率。同样，联邦政府也可以继续出台各种“旧车换现金”项目，这也是模仿德国的做法，该项目在德国的规模是美国的 2.5 倍。这笔钱是由国家最高权力机关支出的，它们能印钞票，同时也会产生赤字。尽管现在的股票算不上什么便宜货，但人们依然愿意买，就为了一个原因：股价还能涨得更高点。正如罗伯特·席勒所指出的那样：“股价走高的趋势源自股价上涨本身。”[1]1989 年日本股市到达顶峰的几年前，我们就已经见证过这样的场面，而在日本股市 20 年的蛰伏期内，这样的场景也为数不少。2000 年的科技股泡沫破裂前，这样的场面也出现过。2008 年股市崩盘前，同样曾有过几年好光景，只是这一切确实建造在信贷难度低以及房价猛升的恶性“倒三角”上。同样的情形也发生在雷曼兄弟控股公司（Lehman Brothers Holdings）身上，2008 年 9 月，在财政部和联邦储备局彻底放弃雷曼兄弟之前，股市也基本面临着次贷泛滥、银行即将崩溃的惨况。

一旦开始意识到股市的崩溃迫在眉睫，人们纷纷慌里慌张地想要从狭窄的生路中逃出去。

然而，假如再次出现股市崩盘，将为股民们和整体经济带来严重的打击，而这次仅仅靠降低借贷利息、定量宽松政策或者公共开支项目是难以力挽狂澜的。借贷利息已经过低，再降也不足以产生足够的效果，而且联邦政府的收支已经十分吃紧。政府预算产生了大量赤字，债台高筑，因此日渐感到力不从心，就算依然有能力，也无法继续负担东一笔西一笔的巨额费用，以此来支撑各种紧急援助项目和经济刺激措施。银行虽然依靠政府援助的资金开始报告盈利，然而它们的资产清单上那些坏账依然存在，最终导致银行的资金能力不足，无法吸收新产生的债务和贷款违约。同时，数十亿美元在股价和房产上打了水漂，又伴随着不断升高的失业率和低储蓄率，意味着美国民众很难在这样的艰难处境中求生。

美国和美国民众负债累累，这是我们所面对的现实。比起日本 20 年经济衰退开始前的状况，美国现在的情况更加糟糕，日本股市至今依然十分低迷，复兴遥遥无期。美国背负着不可持续的债务，消费过度以至于要依靠他国施舍，这样的经济又怎能成长？这样的股市又怎能复兴？在美元失去了国际地位、社会结

[1] Robert J. Shiller, “Economic View: An Echo Chamber of Boom and Bust,” *The New York Times*, August 30, 2009. http://www.nytimes.com/2009/08/30/business/economy/30view.html?_r=1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

构被破坏殆尽前，这个国家又能吸收多少人为产生的繁荣和萧条呢？

下次灾难降临前，美国和美国民众该去哪里寻找对抗灾难和灾后重建的资源呢？联邦储备局也许可以加快印发钞票的速度，但这显然会触怒全球市场，届时利息猛涨、美元贬值以及股价缩水的局面将不可避免。等到下次灾难露出苗头，等到现在这些所谓“大规模救市”措施的效果逐渐消退，普通老百姓所承受的苦痛将达到极限，他们的耐心也将消耗殆尽。到时候人们的信心将不复存在，取而代之的是对糟糕世道的认知，以及对世道继续恶化的恐惧。一旦信心和乐观不再，证券的价值将瞬间蒸发。

电视节目的大肆鼓吹确实可以为股民制造乐观情绪和信心，但是这样凭空产生的乐观和信心根本不可能长时间保持。

对于乐于储蓄或者进行长线投资的民众而言，他们无须苦等股市恢复，而是有更好的办法帮助他们存钱或投资。

* * *

本书要描写的不是世界末日，也不是为了预测将来。对未来的预测，尤其是对股价的预测，是一项异常烦琐的工作，并且常常容易产生错误和偏颇的观点，而伴随时间的推移和自身的感情变化，更加使得这样的预测犹如雾里看花，难以看明真相。然而，前景越是模糊不清，有一点就越是清楚明了：同 20 世纪八九十年代的股市相比，现在的股市环境越来越不利，投资的风险越来越高，赢利的几率越来越小。在前三章里，我们将进一步审视 2008 年美国股市和房地产市场崩盘后促使政府采取各种措施的情况，并审视 1989 年和 1991 年日本出现相同情况时的大环境。从第四章到第六章，我们将调查影响股票价格前景的各种因素，以及股票交易对储蓄者和长期投资者带来的风险。

本书主要针对那些即将退休或者已经退休、为了退休后的生活努力存钱并投资的储蓄者和长期投资者，分析他们所面临的机遇和挑战。本书旨在为他们设立一个平台，便于审视自己在这个颠倒的市场中应当设立的目标；反思股市投资风险的方方面面；分析股票投资的风险和损失及其可能给自己的经济状况以及未来生活带来的毁灭性后果；探寻那些可以带来资金流动以及收益的投资机会，并寻求一种比赌博性投机更为稳妥的传统股票投资途径。我们将在第七章到第九章讨论上述问题，重点关注如何找寻一种能在长时期产生稳妥的固定收益的方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

笔者的目标并非勾勒出未来的图景，而是大致描绘美国经济和股市的前景，帮助读者解读云山雾罩的大环境：股民在长时期内必须面对何种情况？储蓄者和长期投资者应当注意些什么？你能做些什么来保全自己一生的积蓄和家人的经济状况？笔者写作本书的出发点是：除非经济环境好，否则对于那些依靠储蓄和长期投资来保障退休后生活的人而言，股海沉浮并非稳妥之路。投资途径多种多样，有的途径尽管收益产出较慢，但更妥当，甚至从长远来看回报更高。从第十章到第十一章，我们将探讨此类投资机遇和策略，以及如何将风险管理好并控制在可承受范围内，保障固定收益。

笔者希望，即使再一次发生股灾，储蓄者也能采取本书中提供的方案，不用眼睁睁看着多年辛苦工作所得瞬间毁于一旦，退休人士也不用为生计再辛苦寻找工作机会。当前美国经济处于欢欣鼓舞的气氛中，电视节目评论员和市场大鳄们纷纷预测股价将飞涨，人们将迎来新一轮牛市，然而投资者们应当保持清醒的头脑，美国经济和美国股市依赖着前所未有的巨额负债，美国也同样依赖其他政府并不可靠的支持来勉强支撑大众奢侈的消费习惯。美国民众也应当牢牢记住 2008 年股市崩盘的教训，记住他们的储蓄是怎样在顷刻间灰飞烟灭以及他们的经济前景是怎样瞬间被毁灭的。

套句老话说，懂得畏惧，才懂得防患于未然。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

总序/1

致谢/1

导言/1

第一章　黑天鹅十月/1

黑色星期一/1

2000 年熊市/2

2008 年股灾/5

灾后前景/8

第二章　日本：日落西山/24

浴火重生/24

日经指数崩盘/27

房地产崩溃/29

股市和房地产/35

体制修复/40

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章　根本原因：杠杆式投机和风险过度累积/45
住房杠杆证券/48
风险过度累积：倒金字塔结构/52
家庭财产作为举债杠杆/59
杠杆经济/61
新的现状/65

第四章　新经济现状/66
资产状况恶化/70
经济增长放缓/77
未来不同于历史/89

第五章　牛市和熊市：经久的轮回/92
动荡才是常态/92
展望未来/97
新一轮经济危机，新一轮紧急援助/108

第六章　投资模式：信仰与现实/110
投资股票对抗通货膨胀/112
平衡损失/113
资本亏损的回报、波动及风险/116
高度不可能的风险/119
分散投资，降低风险/121
市场回温！/124
长期投资和最终财富/125
市场颠倒了/127

第七章　在颠倒的市场投资/128
林中散步/129
开放性思维/134
保存资金是关键/137

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明确目标/142
绝对回报投资/147

第八章　风险意识/148
系统性风险/149
市场和经理带来的风险/151
"虚假的"多样化/157
利润虚高/160
流动性和安全性/162
管控风险，保存资本，创建财富/165

第九章　绝对回报：管控风险，创建财富/166
绝对回报/168
财富、波动率和市场下跌/170
用绝对回报创造终极财富/175
绝对回报的途径/177
绝对回报的机会性收益/186

第十章　绝对回报和阿尔法/190
阿尔法投资/191
绝对回报和阿尔法值/200
买者自慎/206
扩大阿尔法值/212

第十一章　超越传统/215
新兴市场/216
商品/227
另类投资/232
绝对回报和机会性收益/236

结论/238

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章　黑天鹅十月

1987 年 10 月 19 日，臭名昭著的黑色星期一，是美国单日股价跌幅创历史最高纪录的一天。紧随前一个周五股市收盘，周一短短一天时间内，市场风向标道琼斯工业指数下跌 508 点，股价缩水 22.6%。尽管证券交易所内人们抛售股票的气氛紧张到令人窒息，但如果那些相信长线投资的华尔街精英能够坚持己见，这次暴跌也只不过是一次小风浪罢了。

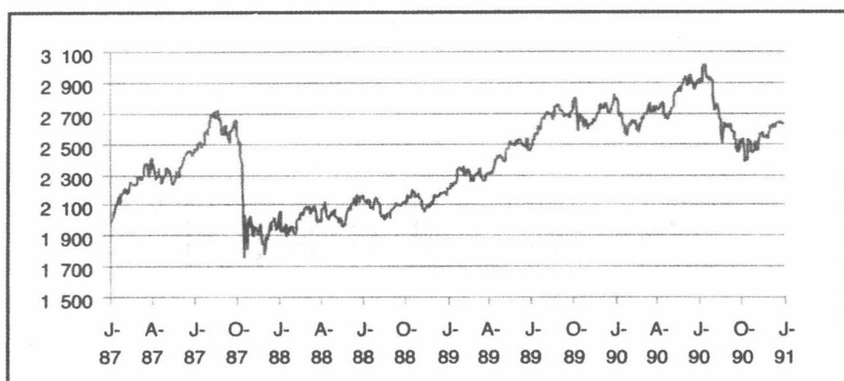
黑色星期一

1987 年 10 月 19 日这个周一，事后也被证实是此前 10 年来最好的一次股票买入机会(见图 1.1)。黑色星期一之后的 1987 年熊市[1]虽然创造了 34%的跌幅纪录，但是实际上只维持了短短不到 1 个月的时间。而就在此前不到 2 个月的时间里，道琼斯指数才创下历史新高——2 746.7 点，这也源于 1982 年股市触底后的持续攀升，为道琼斯指数带来每年 28.5%的平均涨幅。黑色星期一后，道琼斯指数在 1 738.7 点左右的低谷徘徊，然而 3 年后又突然猛涨，再次创下新高。总而言之，这 3 年中，投资股市的年回报率在 20%左右，还没算上股息分

[1] 普遍认知中，一旦出现 30%或超过 30%的投资损失，股市就已进入熊市期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

红！在经历了市场一天内暴跌的惨况后，这样的回报也算不错。



资料来源：Dow Jones & Co.。

图 1.1　1987～1990 年道琼斯工业平均指数

这股势头在 1990 年停滞了 3 个月，其间投资回报率维持在 21%左右，随后道琼斯指数又开始了新一轮猛涨，牛市一直持续到 2000 年。

从 1982 年开始，股市的涨势一直维持了 18 年之久（其间只有 1987 年有过几次较大幅度的短暂下跌，1990 年和 1998 年也有 20%左右的浮动），这令人越发相信，股市从长远看始终是要涨的。股民们只要持之以恒地投资，最终都会得到回报，即使股市下跌，也不过是短暂的，对股民的投资不会产生真正意义上的影响，因为股市的短暂损失也仅仅是表现在纸面上而已。实际上，从这个论调出发，股民们甚至能在股市下跌时买入更多股票，从而获取更大收益。

股市连续 18 年保持上涨，大大刺激了那些勇敢的投资者们，使得他们坚信股票投资的高回报率，而且基于股市在长期内必然上涨的理论，使得股民们坚信买入并持有的投资策略是“必胜之道”。

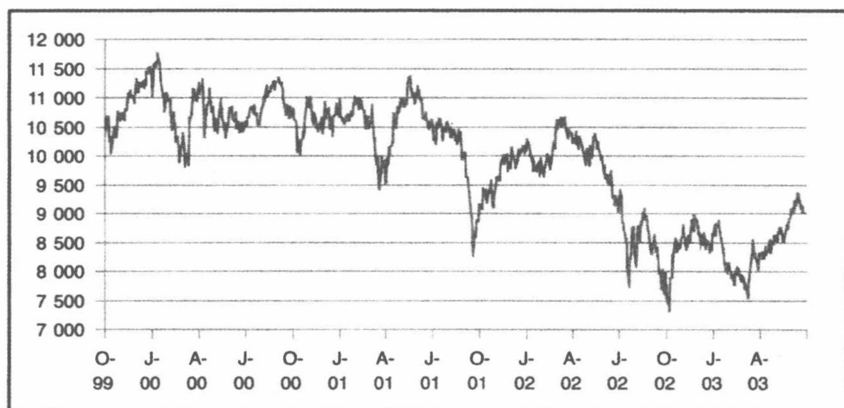
2000 年熊市

上述投资策略，在 2000 年熊市的面前被戳得千疮百孔。这次持续时间长达 3 年的熊市暴露了股票投资的根本风险，也就是说，股市不可能永远上涨。实际上，股票投资带来的损失可能在长时期内影响投资者的经济状况。投资者们逐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

渐意识到这一点，因此开始寻找能够规避股票投资风险，但又能产生可媲美股票投资收益的其他投资途径。股市不可能永远稳步持续增长，投资者们亟须一种不依赖股市上涨的新的投资模式，正因为这种迫切的需求，催生了伯尼·麦道夫(Bernie Madoff)的旁氏骗局(Ponzi Scheme)以及其他规模较小的骗局。

2000 年的熊市不再是一次短时间内结束的熊市，其间也没有出现过类似 1987 年“黑天鹅十月”这样的暴跌(见图 1.2)。事实上，其间的每年 10 月里都能略见涨幅，就像披着白羽毛的黑天鹅，在这个历时多年的熊市里，紧随着持续好几个月的跌幅，每一个 10 月都能产生少量上涨(见下文摘录“何谓黑天鹅十月?”)。每一次 10 月出现的些微涨幅，看起来总像是熊市结束的预兆。10 月期间股票交易量非常大，多次出现所谓的“关键反转日”，也就是制表技术人员用来侦测股市变化趋势的一个指标。



资料来源：Dow Jones & Co.。

图 1.2 2000～2003 年道琼斯工业平均指数

两年间，道琼斯工业指数时而暴涨，时而暴跌。2000 年刚攀至高峰，2001 年 9 月就出现低谷，股价暴跌 20%。然而到了 2002 年 3 月中旬，股市再度复苏到仅比 2000 年峰值低 9.3%的水平。

何谓黑天鹅十月?

在股票市场术语中，“黑天鹅”用来指代那些没能预料也无法预料，但是带来严重后果的事件。它类似于数学家所说的“尾部风险”(tail risk)，指那些发生概率极小的事件——尽管曾经发生过类似情况，并且潜在风险极大。最好的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例子就是黑色星期一和"9·11"恐怖主义袭击事件。黑天鹅理论由纳西姆·尼古拉斯·塔勒布(Nassim Nicholas Taleb)在其2007年出版的著作《黑天鹅》(*The Black Swan*)中提出。塔勒布认为,尽管有些事件尚未发生,也无法认定它在未来就不会出现,而当这样的小概率事件发生时,带来的损失却是毁灭性的。塔勒布指出,证券交易公司和金融机构尽管机制成熟,但由于数学模型的欠缺,对黑天鹅事件缺乏准备,因此面对此类事件的表现最为脆弱。[1]

从最终结果来看,2000年熊市带来的后果远远严重于1987年的股市暴跌。这次熊市持续了整整29个月,到2003年3月股市兜兜转转又回到前一年的低谷水平,这次熊市持续时间甚至长于1929年的经济大萧条。这3年间,道琼斯指数出现了两个熊市阶段,分别是2001年5月21日到9月21日和2002年3月19日到10月9日。这两个阶段内,道琼斯指数的跌幅均达到30%,几乎相当于1984年股灾时的水平。另外还有三个较短的阶段,每次持续时间在1~2个月,道琼斯指数在这三个阶段内的跌幅均在12%~16%,这个数字区间放在平时就是十分严重的暴跌。

股市不断向下跌落,每次跌幅暂停都给股民们带来虚假的希望,认为股市将出现反转。每次股价跌到新低,总有市场评论员开始鼓吹股市即将反弹,电视节目评论员开始声称熊市已经到头了,但结果往往与他们所说的相反,股市持续下跌,不断刷新低点。

2002年10月,道琼斯指数跌到这段时间的最低谷,随后迎来了为期数月的反弹,涨幅超过22%,这似乎是熊市结束的有力证据。然后就在短短6个月后,股市又一头栽进了低谷。

多少投资者陷入这样疯狂的起起落落中无法自拔?从2000年12月的最高点到最低点,道琼斯指数跌幅高达37.9%。从数值上看,比1987年股灾的跌幅大不了多少。然而,长线持股者手中的股票价值滑落到1997年的水平,股市在这6年中过山车式地大起大落,使得他们手里的股票几乎等同于废纸。同样,长期储蓄者们在这期间受到外部鼓吹的影响,不断追加在股市的投资,结果蒙受的损失翻了数倍。联邦储备局发布的资金流动报告(Flows of Funds Accounts, FFA)显示,美国家庭和非营利机构持有的证券价值从1999年的17.2万亿美元

---

〔1〕 Nassim Nicholas Taleb, *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbables* (New York: Random House, 2007).

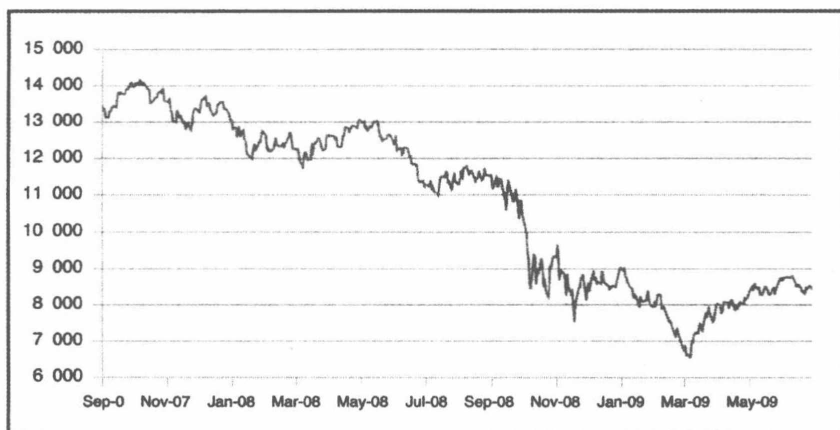
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下跌到 2002 年的 10.6 万亿美元，损失了相当于跌幅达 38.3%的 6.6 万亿美元价值。这比道琼斯指数在 2000～2003 年间 27%的跌幅要大得多。

2008 年股灾

2008 年金融危机和股灾始于 2007 年 10 月(又见 10 月!)。

图 1.3 显示，股灾开始的最初几个月看起来仿佛只是一次小幅度的波动。几次跌幅后，尽管 3 月投资银行大鳄贝尔斯登(Bear Stearns)的垮台动摇了美国和世界金融系统的根基，这时的市场依然前所未有地充满信心。当时的美国第三大银行摩根大通(JP Morgan Chase)按照美联储和财政部的要求，以每股 2 美元的超低价买下了贝尔斯登的全部资产，几个月后这笔资产就升到了每股 10 美元，以至于摩根大通被痛斥捡了大便宜。摩根大通对贝尔斯登的收购看起来已经为股市的波动画上了句号。股市逐渐恢复元气，顺利闯过了几次难关，差不多可以保证本年度的收支平衡。



资料来源：Dow Jones & Co.。

图 1.3 2007 年 10 月～2009 年 6 月道琼斯工业平均指数

然而，这并非故事的结局。

9 月中旬一个疯狂的周末，雷曼兄弟控股公司忽然间就走到了破产边缘，尽管管理层拼命向财政部和美联储寻求帮助，却仍然没能得到挽救。陷入同样困境的还有美林公司(Merrill Lynch)，美林 CEO 暗中急切地寻找买家，否则在下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

周一股市一开盘，美林就将重蹈雷曼兄弟的覆辙。终于在12月，美国银行(Bank of America)匆匆收购了美林公司，这次收购只用了不到24小时，事后被证明是一次非常匆忙、欠缺考虑的收购行为。为了安然度过这个周末的暴风骤雨，美国政府接管了全球保险业大鳄——美国国际集团(American International Group)，只给该集团的股东们留下了20%的股权，而后者手中股票的价值原本就蒸发殆尽。

市场参与者们开始意识到，这不是一次来去匆匆的短暂波动。随着这种认知的产生，股市崩盘了。2008年10月成了再一次的“黑天鹅十月”，股市暴跌27%，大部分跌幅都产生于10月的第一周。

当时正值总统大选年，政府开始热烈地讨论银行破产的可能性，以及如何为它们提供紧急援助。经过各种考量，政府还呼吁三大汽车生产巨头加入救市行动。迫于总统候选人和参众两院议员的各种呼吁，布什政府在匆忙间制定了一份7 000亿美元的救市计划，意图拯救银行免于破产。

这些行动似乎对股市没有产生任何影响，股市依然不断下跌。直到2009年3月的第二周，奥巴马总统宣誓就职，布什政府的7 870亿美元救市计划的余音尚存，道琼斯指数已经再度创下多个新低。截至这个时候，股市已从2007年的高峰跌落了54%，短短一段时间内造成的破坏已经堪比1929年的美国经济大萧条。

犹如往常，市场在接下来的3个月内出现了一次反弹，数据表明经济恶化并未加快，换言之，经济依然在恶化，只是速度减缓了而已！犹如抓住了救命稻草，前美联储主席艾伦·格林斯潘(Alan Greenspan)针对这些数据发表讲话：“……我们终于看见了触底反弹的征兆。”[1]6月，现任主席本·伯南克(Ben Bernanke)也向国会声明，相较于一个月前，他更有信心地说，美国经济在年底能出现复苏。[2] 市场评论员迫不及待地加入了热烈的鼓吹行列，电视节目主持人也纷纷对经济和市场形势做出各种预测。证券分析师们也参与了这次狂欢：自熊市以来，他们第一次提高了对证券购入行为的评价。[3]

狂欢持续的时间非常短暂，7月上旬，失业率的上涨给了市场沉重的一击，股市再度乌云罩顶。为了粉饰太平，美国副总统乔·拜登(Joe Biden)说，政府

---

[1] “Greenspan Sees ‘Seeds of Bottoming’ for U.S. Housing,” Reuters, May 12, 2009.
[2] “Bernanke Sees Recession Ending Soon; Warns on Debt,” Reuters, June 3, 2009.
[3] David Wilson, “‘Buy’ Ratings Reemerge among U.S. Stock Analysts,” Bloomberg.com, July 6, 2009. http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601109&sid=aHo6MTmJC9Q0.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"对经济形势的严峻程度判断失误"。[1] 同一时间，尽管 7 870 亿美元经济刺激措施中只有部分款项到位，并且要到 2010 年这笔资金才能全部到位，从众议院多数党党魁斯坦尼·霍耶(Steny Hoyer)到总统经济顾问劳拉·德·安德烈·泰森(Laura D'Andrea Tyson)等官方人士，纷纷呼吁再次追加一份价值3 000亿美元的经济刺激方案。[2]

围绕经济刺激方案的讨论很快得到了股市的回应，据路透社报道："鉴于对经济依然未出现复苏的担忧，政府正围绕第二次经济刺激计划进行讨论，与此同时，周二股价再次跌到此前 10 周的最低水平……"[3]华尔街经济学家们和市场策略专家们对第二次经济刺激计划嗤之以鼻，认为"这对于推动证券市场毫无建树"。[4] 受人敬重的投资战略专家大卫·罗森伯格(David Rosenberg)强调说，新一轮政府经济激励措施的作用至多能"缓冲受到的打击"。[5] 他还说，即便摆脱了美林公司的影响，目前股市依然难以逃脱熊市的阴影，且这次熊市大有再持续 9 年的架势。[6] 瑞银集团金融服务公司(UBS Financial Services)执业多年的常务董事也表示："正如《圣经》故事里所说的那样，好一年，坏一年。好年景里，就算蒙了眼睛乱选一只股票，它也会涨。"[7]他所意指股市 17.6 年周期里面的波动，也包含 2000 年开始的这个周期。

这些股市老手们以前从来没有发表过如此悲观的评论。这种压抑的气氛缘何产生?

这次股灾有什么不同以往之处? 为什么 1987 年的崩盘只维持了短短的一瞬间就结束了? 2000 年熊市又为何持续了 3 年之久? 2008 年股市崩盘的后果为何如此严峻? 为何 2008 年股灾造成的损失比 1987 年股灾和 2000～2003 年

---

[1] Deborah Solomon, "Calls Grow to Increase Stimulus Spending," *The Wall Street Journal* (July 6, 2009): A1.

[2] Susan Cornwell and Jeremy Pelofsky, "U.S. Must Be Open to Second Economic Stimulus: Hoyer," Reuters, July 7, 2009.

[3] Edward Krudy, "Wall Street Hits 10-Week Low Amid Talk of New Stimulus," Reuters, July 7, 2009.

[4] Jeff Cox, "More Government Money Won't Stimulate Stocks: Experts," CNBC.com, July 7, 2009. http://www.cnbc.com/id/31779001.

[5] "Market Halfway through Bear Cycle: Rosenberg," CNBC.com, July 7, 2009, http://www.cnbc.com/id/31775633.

[6] "Market Halfway through Bear Cycle: Rosenberg," CNBC.com, July 7, 2009, http://www.cnbc.com/id/31775633.

[7] "Market Halfway through Bear Cycle: Rosenberg," CNBC.com, July 7, 2009, http://www.cnbc.com/id/31775633.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市崩盘造成的损失要大？为何此次股市崩盘在短短几个月时间内，就使得股民们在过去十几年里的小心经营所得化为乌有，并且这次熊市的结束还遥遥无期？这次股灾的影响要多少年才能消除？20年够吗？

灾后前景

2008年股灾和随后的金融危机源自房地产价格的崩塌及其带来的泛滥的次级贷款拖欠。此次股灾迅速蔓延到美国经济的各个领域和世界其他地方。不像2000年科技股破灭引发的灾难，此次危机不仅仅局限于某一个领域；不像20世纪70年代时那样，此次危机影响的也不仅仅是储蓄和借贷业这一个产业；不像1998年金融危机，此次危机影响的也不仅仅是美国长期资产管理公司(Long Term Capital Management)这一个金融机构；甚至也不像1987年美联储主席艾伦·格林斯潘对工会"多得不合理"的控制造成的股市波动，此次危机不仅仅是一次为期短暂的小幅度股价修正。2008年股灾被沃伦·巴菲特称为经济界的"珍珠港事件"，对银行系统和美国乃至全球经济造成的破坏远大于以前的任何一次衰退，政府为了修复经济体系、刺激经济增长所做出的努力也远甚于以往任何时候。政府干预措施的规模、深度前所未见，并且对于各大企业的干预力度大得让这些企业似乎一夜间忽然变成了国有企业。

2008年股灾的源头是房地产价值的崩溃，房地产是美国家庭最贵重的资产，美国梦顷刻崩塌。自2006年起，美国房价在连续数年猛涨后开始下滑。数以百万计的房产价值下跌后，价格甚至低于最初人们购房时的成交价格。更值得警惕的是，这些房产的价值已经跌落到甚至低于购买者向银行借贷的数额。美国人无力偿还房贷，或者因为房价低于贷款数额而失去了继续还贷的理由，所以很多人设法从债务中脱身，这一举动使得以按揭贷款为基础的证券迅速贬值，这些证券原本存在的意义就是支付按揭贷款，但是现在已经没有人需要它们了。

各大银行同这些以按揭贷款为基础的证券有着千丝万缕的联系，可能是后者的发行者，也可能是投资者。这些证券一旦贬值，各大银行纷纷发现收支平衡被打破。当银行自身的生存出现危机时，它们的股票也开始下滑。

一夕之间，这些曾经坚不可摧的金融机构纷纷沦为联邦政府的慈善对象。

为了稳定住金融体系，政府以这样或那样的形式开放资金流，以前所未有的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

架势大开方便之门。

然而,结果却未能如人所愿。那些一度强盛的金融机构一个接一个地消失。贝尔斯登在政府安排下被迫并入了摩根大通。雷曼兄弟这个有着 158 年历史的第三大投资银行,不得不面临破产的结局。美林为了避免在下个周一开始时直接破产,不得不在相关监管部门的监控下,仅用了短短一个周末的时间,匆匆将自己卖给了美国银行。英国北岩银行(Northern Rock,又译诺森罗克银行)也被逼到了绝境(见下文摘录)。

北岩银行客户蜂拥至网点提取现金

9 月 14 日(彭博社,Bloomberg)——继北岩银行向英格兰银行(Bank of England)寻求紧急援助资金后,数以百计的北岩银行客户今天蜂拥至该行伦敦各大支行提取现金。

伦敦金融区的墨门(Moorgate)分行外排起了三十多人的长队,队伍中有一位 60 岁的大学退休讲师彼得·派伊(Peter Pye),他说:"太可怕了,我一生的积蓄都存在北岩银行里。"他表示将取出"六位数"的款项,账户里只留 5 000 英镑。

作为 30 年来最大规模的紧急援助项目的一部分,英格兰银行承诺,将向英国第三大按揭贷款提供者北岩银行注入救急资金。借贷成本上涨使得北岩银行无法进行新的借贷项目,由此加剧了该行客户对自己存款的担忧。

北岩银行发言人唐·亨特(Don Hunter)表示,北岩银行目前有 140 万个个人储蓄客户以及 80 万个按揭贷款客户,银行尚未对客户的提款行为采取任何限制措施。北岩银行总部位于英格兰纽卡斯尔(Newcastle),历史可追溯至 1850 年。亨特还说,今天由于过高的访问率使得网点服务瘫痪,该行不得不重新启用互联网银行系统来"撑过这段时间"。

"没有风险。"

"不会有风险的。"伦敦纽米斯证券公司(Numis Securities)分析员詹姆斯·汉密尔顿(James Hamilton)说:"英格兰银行表示,北岩银行有偿还债务的能力。"他还说:"信贷危机即将平息,北岩银行的业务也将回归正常。"英国银行家协会(British Bankers' Association)认为:"无论是按揭贷款借贷者还是储蓄者都无须担忧。"该协会是伦敦银行同业拆放利率(London Interbank Offered Rates,LIBOR)的提供者,LIBOR 是货币市场美元、欧元和其他 11 种货币汇率的参考标准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在墨门分行等待了40分钟的74岁老人迈克尔·里博坦(Michael Ribotham)说:"为什么要把钱存放在明显陷入大危机的银行里?我已经不年轻了,一旦遭遇损失,就没有机会再赚回这些钱了。"

资料来源:Bloomberg.com,"Nothern Rock Customers Crowd Branches, Withdraw Cash,"September 17,2009。

市场对政府援助项目的反应十分令人失望。2008年10月的前两周,道琼斯指数先跌了3 000点才有少许回涨。摩根士丹利(Morgan Stanley)的股票在第三季度初表现强势,到9月就开始一路猛跌,尽管资金充裕,但由于对冲基金和其他客户的抛弃,摩根士丹利走到了面临银行挤兑的地步。当初风头无二的五大投资银行巨头中,只有高盛银行(Goldman Sachs)的情况稍好,成为唯一的幸存者。根据2008年9月公开的信息,高盛银行的CEO劳尔德·贝兰克梵(Lloyd Blankfein)曾与花旗银行(Citigroup)进行接触,商讨合并事宜。花旗银行曾经是世界第一的金融巨头,也在这次危机中严重受挫、损失惨重。高盛银行是世界规模最大、运作最成功的投资银行,是集结了大量顶尖投资银行家的"白鞋公司"[1],然而这次高盛银行却遭到了拒绝。投资银行的数十亿资产都表现为复杂的不良证券的形式,并且合约对手有承担风险的义务,这导致在雷曼兄弟公司垮台后,除非有政府的保证,否则投资银行注定无人问津。

面对全世界银行系统的彻底崩溃以及全球性的大萧条,美国财政部和联邦储备局与多国政府联手推出了前所未见的大规模救市措施,以此保全世界范围内各大、中型金融机构。在美国,财政部和联邦储备局推出了7 000亿美元救市计划,向各大银行注入资金、抹平坏账。在这个利好消息的刺激下,道琼斯指数攀升了近1 000点,然而随后几日里,由于国会针对此议案众说纷纭、辩论激烈,各位总统候选人从中赚取政治资本,布什总统除了做做演讲,也只能眼睁睁地看着国会议员们各执己见,道琼斯指数微涨后又开始更猛烈地下跌。

当7 000亿美元救市计划法案最终通过时,道琼斯指数已经彻底疲软,甚至跌破了10月10日危机发生时的低谷。股市对该项法案毫无信心,不认为其可

[1] 指历史超过百年、跻身世界500强的大型专业借贷银行。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以拯救金融系统于水深火热之中。

要遏制局势恶化，显然还需要其他措施。这时政府应当采取措施降低利率，而政府也确实这么做了，且减息幅度远超以往。到 11 月 5 日，政府资金的利率已经减至 1%，同 2000 年熊市时的最低水平相当。到圣诞节前，利率更是已减至 0.25%，这个数字甚至低于 20 世纪 90 年代日本在经济最萧条的时期 0.5% 的超低利率。更重要的是，政府还宣布只要市场需要，财政部将通过量化宽松以及抵押支持证券的方式来印钱，增加基础货币的供给，从而帮助信贷市场破冰，加快经济复苏。

其他各国央行也纷纷减息，但是减息力度最大的是英格兰银行在 11 月 6 日采取的减息 1.5%的措施，其他国家都未能与之相较。道琼斯指数在这一天依然大跌了 444 点，而在此前一天中，道琼斯指数同样下跌了 486 点。

世界各国纷纷采用各种财政激励措施。日本拿出了一个 515 亿美元的方案，德国则拨出了 300 亿美元用于减税优惠和借贷资助。最令人瞠目结舌的方案来自中国，11 月 10 日中国政府推出了一项总价值为 5 860 亿美元的项目，G20 中的 20 个世界最强大经济体所推出的财政刺激方案在该措施面前纷纷相形见绌。

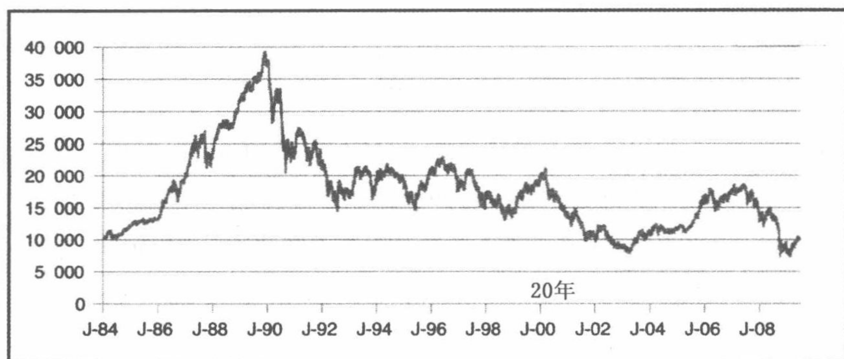
中国的刺激措施推出后，亚洲市场一片欢欣鼓舞，这一天开盘就上扬了 200 点的道琼斯指数却突兀地猛跌，在收盘时已经下跌了 1%。

无论是在美国还是在世界其他国家，每个备受关注和期待的措施最后的遭遇都一样：初期的兴奋和希望很快就消失了。奥巴马总统宣誓就职时，尽管国家借贷通过率大幅度提高，总统也多次发表振奋人心的演说，但是道琼斯指数已经跌回了 10 月危机发生时的低谷。即使是在总统不惜牺牲平衡推出 7 870 亿美元救市计划时，道琼斯指数依然创下新低，很快就跌破了 2000 年熊市时的最低水平。

日本在 1989 年也有过类似的由房地产价格崩盘引发的毁灭性危机。日本政府采用了各式各样的货币和财政措施，以图挽救日本的银行系统和整体经济，然而产生的长远效果却微乎其微。从那时开始，尽管人们不断加油打气，日本经济却一蹶不振，股价持续下跌(见图 1.4)。20 年后的今天，日经 225 指数这一日本关键性股市指数一跌再跌，不断创下新低，而日本经济也再次进入新的萧条期。

但是，2008 年的美国并不同于 20 年前的日本，2008 年的美国经济环境与以往发生危机时相比，有着极大的差异。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源:http://finance.yahoo.com。

图 1.4　1984～2009 年日经 225 指数

美国处境令人堪忧

美国在本次危机中的处境比日本 1989 年时的处境要糟糕得多。20 世纪 80 年代日本进入萧条期时,日本民众多有积蓄,而美国人几乎没有任何储蓄。美国人的储蓄率从 20 世纪 80 年代开始以每年 10%左右的速度稳步下降,到 2007 年底时,储蓄率仅为 1.4%。与美国人相比,日本人更加节俭,从 1990 年日本经济走下坡路开始,日本人的年均储蓄率达到了 13%。从整个国家的层面来看,美国的总债务是其 GDP 的 4 倍,日本在长达 20 年的萧条开始时总债务只是 GDP 的 2.6 倍。

第二次世界大战后生育高峰时出生的人逐渐退休,他们中的大多数没有存下足够的养老钱。现在美国的医疗保险已经是在财政赤字上运营着,7 年后用于医疗保险的信托基金将消耗殆尽,而社会保障系统的资金也最多支撑到 2037 年。没有退休储蓄、没有医疗保险,退休的人们在晚年将何去何从?

截至 2009 年 6 月底,已有 1 500 万名美国工人失去了工作,而失业率还在不断攀升。那些仍然从事着工作的人也债台高筑,即使是在危机到来前,他们的生活也是疲于偿还各种债务,同时收入却在不断缩水。

对于那些主要通过个人退休账户(IRA)和《国内税收法案》401(k)账户进行储蓄的美国人而言,股市暴跌导致他们仅在 2008 年一年中就损失了 8.4 万亿美元的财产,他们的资本净值则缩水了 10.9 万亿美元。从人们发出的抱怨和悲叹来看,数以百万计的房产业主被迫丧失抵押品赎回权甚至申请破产。根据美联

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

储资金流动数据统计，从 2006 年房价达到高峰至今，美国人民的房产价值跌幅达到令人瞠目结舌的 4 万亿美元，因此人们不可能再依靠房产价格的上涨、宽松的借贷政策和便宜的进口产品继续维持他们奢侈的消费习惯。

20 世纪 90 年代，即使是在日本经济最困顿的时期，日本企业也保持着极强的竞争力，而现在美国的制造业却在艰难求生。同索尼（Sony）、三星（Samsung）、现代（Hyundai）和丰田（Toyota）生产的产品相比，美国公司生产的产品要么粗制滥造，要么价格昂贵，要么吸引力匮乏。即使那些挂着美国公司品牌售出的计算机和微芯片，也实际上是在新兴经济体国家制造的。从纺织品和成衣制造业开始，随后是日用消费品和电子产品，美国制造业早已逐步沦陷，不复 25 年前的盛况。

即使是曾经被全世界嫉妒的美国汽车制造业，也面临瓦解的危险。克莱斯勒（Chrysler）这家独立公司已经消失，而通用汽车（General Motors）在申请破产保护后规模也缩小了很多。通用旗下庞蒂亚克跑车（Pontiac Solstice Coupe）则成为了一曲挽歌，象征曾经背负着高度期望，结果却有负众望的现象。T 型车（Model T）发明者创建的福特汽车（Ford）也在苦苦挣扎中求生。

末路的庞蒂亚克

这辆新款庞蒂亚克索斯迪斯（Solstice）半敞篷跑车是庞蒂亚克系列车的最后一部，是这个品牌在无法适应世界的变革后留下的最后一笔。

这辆车将成为一件收藏品。

这辆车的身世符合我对末日浪漫的定义。它的外观极其华丽，这让我迫切想要尝试，但是驾驶了一周之后它的各种缺陷就一一暴露。我想，驾驶人难免对它产生一种爱恨交织的情绪。

尤其值得注意的是庞蒂亚克那斯巴达式的座舱，我的试驾车座舱是一片漆黑：我认为这也是第一个完全由会计部门设计的座舱吧，就连我曾经拜访过的一个低度设防监狱（我真的曾去那里探监）也比这座舱设计得豪华些。

尽管有这样或那样的不尽如人意之处，这辆外观拉风的小跑车也算是个有个性的“可人儿”，它的设计师弗朗兹·冯·霍兹豪森（Franz von Holzhausen）当时是通用汽车的一颗冉冉升起的新星。[冯·霍兹豪森先生后来离开了通用去了马自达，现供职于特斯拉（Tesla）汽车公司。]索斯迪斯对外名声一塌糊涂，但这也是它外观如此拉风的代价。如果你无法接受这一点，那么还是去买一辆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

老式沃尔沃轿车代步吧。

索斯迪斯 GXP 跑车的结局为庞蒂亚克这个一度强盛的品牌谱写了怎样悲壮的墓志铭呢？从各方面因素来看，它是通用汽车目光短浅的一大佐证：虽然有一丝潇洒气度，有一点奢华感觉，却未能达成人们所期待的整体效果。

资料来源：Jerry Garrett，“The Last Pontiac，”*The New York Times*，July 2，2009。

同一时间，美国联邦政府预算数额之巨大，使得政府不得不像美国市民一样靠借贷生活。美国的未清偿债务已高达 11 万亿美元。2009 财政年度的赤字高达 1.4 万亿美元，这一数字超出 2008 财政年度近 1 万亿美元。美国与 20 世纪 90 年代的日本不同，当时的日本虽然经济低迷，但外贸顺差依然保持了增长势头，产生大量外汇储备，足以抹平其政府债务。然而，美国却从未成功摆脱过贸易逆差，因此不断积累下大量外债，其中不少债务的债主并非是对美国友好的国家。州政府和地方政府面临同样的窘境，从亚特兰大（Atlanta）到萨克拉门托（Sacramento），从宾夕法尼亚（Pennsylvania）到佛罗里达（Florida），政府纷纷面临财政预算短缺的情况，不断吵嚷着需要联邦的资金援助。加利福尼亚州（California）甚至靠打欠条来缓解财政告急的窘境。

美国在透支着借来的金钱以及借来的时间。

2008 年 10 月，美国人破产了。

世界性危机

日本经济危机大体上是小范围经济危机，受创的只有日本。起初只有日本的房地产投资者受到影响，而股市方面依然保持了长达 10 年的攀升，直至 2000 年为止。

由于 2008 年美国经济的崩溃，没有哪个国家能够独善其身：

- 无论是以渔业发达和杠杆借贷闻名全球的小国冰岛，还是坐拥石油资源、开始逐步重建超级大国信心的俄罗斯，同样面对外汇储备缩水以及可能无法阻止的货币流失的窘境。

- 无论是遍布不良银行资产的华尔街，还是受美国发行的按揭证券影响而不得不削减财政预算的挪威，都被卷入了这次危机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

● 无论是英国紧急援助哈利法克斯苏格兰银行(HBOS)、劳埃德银行(Lloyds)和苏格兰皇家银行(Royal Bank of Scotland),还是拉脱维亚(Latvia)将第二大银行国有化的行动,都是受了此次危机的影响。

澳大利亚的经济虽然幸运地逃脱了衰退的局面,却也逐步陷入僵局,出口额跌至 14 个月以来的最低水平。加拿大皇家银行资本市场的资深经济学家称:"战后最严重、范围最广的全球性经济萧条的全面影响即将笼罩澳大利亚,出口收益、贸易环境和商业投资均将大幅度下跌……"[1]

从 2007 年 12 月经济衰退开始,美国已有 720 万工人失业。2008 年第四季度的国内生产总值(GDP)缩减了 5.4%,随之而来的 2009 年第一季度的 GDP 又再度下降 6.4%。这是自 1982 年以来 GDP 跌幅最猛的一次。2009 年中期,美国的失业率已经高达 9.5%,人们普遍认为这一数字还将继续上涨,有可能超过 1982 年 10.8%的失业率。石油和消费品价格不断下跌,虽然使消费者的经济压力得以缓解,但对于巴西、委内瑞拉以及其他资源出口国的经济和股市而言却是极大的压力。而且从石油价格降低中省下的钱并未给美国零售商带来足够的推动力,其中不少零售商宣告破产。

中国面临经济减缓的局面,政府投入大量资金以刺激经济增长速度,使其维持在 8%的水平,保障新增劳动人口得以消化,否则中国可能会产生社会动荡。亚洲其他国家也面临同样的甚至更糟糕的命运,新加坡的 GDP 在第四季度猛跌了 16.4%。

不思反省

正当经济危机蔓延全球的时候,美国和其他国家毫不犹豫地模仿日本政府在 20 世纪 90 年代为帮助银行摆脱债务而采取的措施。他们忘记了,日本股市长期下跌的局面并未得到扭转,由此可见,日本采取过的措施算不上是灵丹妙药。

日本经济危机始于 1990 年 1 月,这次经济危机本应造成大量公司倒闭,导致严重的经济衰退,但这种情况并未发生,这是为什么呢?

日本的公司由于在经济繁荣的时候不断炒作房地产和股票,在 20 世纪 90

---

[1] Victoria Batchelor, "Australia Faces the 'Full Brunt' of Global Recession," Bloomberg.com, July 3, 2009. http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601109&sid=aJkiwWwwe3cY.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年代的危机中本应丧失业务走向倒闭，但整个 90 年代，日本银行不断向这些公司借贷巨额资金，这些资金保证了公司免于倒闭，却使得银行产生坏账，濒临破产。日本银行系统在结构上的特殊性，让政府不得不保护任何一家濒临破产的银行。1997 年 11 月和 1998 年初确实有几家大银行宣告破产，但政府立刻将它们国有化，使其得以生存。

由于日本房地产买卖价格过高，且日本多次收购大型商业机构，包括雷诺兹·纳贝斯克(RJR Nabisco)在内的杠杆收购案，为了提供足够的资金，日本各大银行都对外有巨额借贷。相关监管部门并未要求，甚至是不赞成(由于税收原因)各大银行拨出专款应对坏账可能。1991 年，日本各大银行贷款总额达 450 万亿日元，应对坏账的专款却只有区区 3 万亿日元。

房产价格跳水后，对于以房产为担保的贷款而言，抵押物价值已经跌至不足贷款数额的 20%。但上述贷款大多数依然存在于银行账目中，仿佛没有受到什么损害。这粉饰太平的一幕也只是因为银行不断保持向作为抵押的房地产的业主借贷，保证贷款借贷者能够继续支付贷款利息，或者是因为房地产业主以严重脱离市场行情的评估价格将产业转为企业附属产业。

尽管开展业务、向急需资金的企业借贷的能力遭到严重破坏，但是日本各地银行纷纷存活下来了。

日经股市也得以生存下来，但是价值缩水了一半。而日经股市的下跌还未到头。政府也并非没有采取措施阻止股市继续下跌，除了对公众隐瞒银行的困难处境，还动用政府养老金买入股票，并迫使大投资者不得抛售股票。

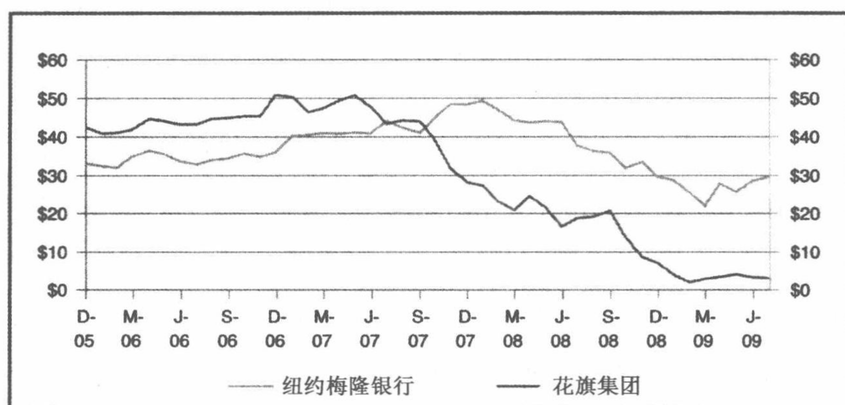
再看看 2008 年金融危机的情况。美国银行的紧急融资也是对相似局势的一种应对。政府的救援计划更快速、更创新，为了救助境况不佳的金融机构，所需要花费的数额也更巨大，但是这些救援项目的效果还有待观察。

除了减息措施，美联储还启动了一项紧急借贷计划来向银行系统提供流动资金。这一项目旨在吃进银行的低质量证券作为担保，而非此前要求的国库券。项目实施后，美联储就产生了 2 万亿美元的结余，同 2008 年 9 月 14 日放宽担保标准时相比，增长了 140%。截至 2008 年末，国库结余又有了进一步增长，达到 3 万亿美元。该项目的作用范围也延续到一系列新行动，新行动被达拉斯联邦储备银行主席理查德·费希尔(Richard Fisher)称为“兴奋的白芝浩”(Bagehot on Steroids)计划，意指 19 世纪英国银行家沃尔特·白芝浩(Walter Bagehot)提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出的银行直接互相借贷以缓解危机的建议。此外，2009 年 3 月，美联储斥资 1.2 万亿美元，在接下来的 6 个月中购买了价值 300 亿美元的政府债券，并推动购买房利美(Fannie Mae，联邦国民抵押贷款协会)和房地美(Freddie Mac，联邦住房抵押贷款公司)的按揭贷款证券和债务。

同时，排队等待政府紧急融资援助的企业日渐增多，既有各大汽车生产商，也有得到联邦特批免除了 30 天等待期就拿到银行控股公司资格的美国运通(American Express)。同样等待联邦救援的还有哈特福德保险(Hartford Insurance)、通用金融保险(Genworth)以及其他各大保险公司。此时对美国国际集团(AIG)的援助已经耗费了近 2 000 亿美元，比原计划的 850 亿美元超出一倍多，美国政府已经成为该集团持股逾 80%的大股东。由于当时 AIG 股价过低，不得不进行了 10：1 的反向吸股，意图吸引其他金融机构的投资。花旗集团这一金融市场的超级巨头，不得不两度向政府求援。花旗第二次求援后得到了 200 亿美元的新鲜资金，至此得到政府支援的总数额达到 450 亿美元，此外还有一份针对其名下 3 060 亿美元有毒资产中 90%的支撑担保。然而，得到政府担保的证券只是花旗集团 3 万亿美元总资产中微不足道的一小部分，花旗集团1/3的资产是未列入资产清单的估值可疑的资产，其中有价值 6 670 亿美元与抵押贷款相关的证券。政府以 36%的持股量成为花旗最大的股东，花旗的股价一度跌至谷底(见图 1.5)。纽约梅隆银行(Bank of New York Mellon)虽也受到经济衰退的影响，但由于避开了抵押贷款证券引发的灾难，因此其股票表现远强于花旗银行。



资料来源：http://finance.yahoo.com。

图 1.5　花旗集团 vs.纽约梅隆银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管按揭证券是银行所面临风险的根源所在,然而财政部撤销了向银行收购有毒按揭证券的计划,转而将重心放在收购汽车贷款、信用卡债务和其他消费者借贷上。随后财政部推出了公共—私人合作投资计划(Public-Private Investment Program, PPIP),以期帮助银行摆脱有毒资产的影响,然而这项计划推出后即遭到长达数月的闲置。若要成功实施该计划,应当由私人投资者通过指定的投资公司,辅以政府补助的资金,以杠杆投资模式购入银行的有毒资产。之所以选择杠杆投资模式,是因为其理应带来的更有吸引力的回报,但实际上美国经济体的杠杆模式已经多如牛毛也未见其效。2009 年 7 月,公共—私人合作投资计划正式启动,满足立法者条件入选的指定投资公司共有 9 家,既包括一些大型知名公司,也包括一些主妇经营的小型投资公司,计划的启动资金来自政府,其他资金则来自包括外国政府所有的主权财富基金在内的私人投资者。该计划原本被作为拯救银行业、帮助银行摆脱 10 000 亿美元坏账的核心行动,但是政府拨出的启动资金只有区区 300 亿美元,相较之下,只是杯水车薪。更有甚者,原本计划中安排联邦存款保险公司(Federal Deposit Insurance Bank)买进5 000亿银行坏账这一至关重要的组成部分也被剔除了。PPIP 计划中原定的主导参与方、知名证券管理公司——太平洋投资管理公司(Pacific Investment Management Co.)——在 6 月宣布退出该计划,该公司发言人表示:"PPIP 计划在设计和实施上存在各种不确定因素。"这无疑是对原本就处境艰难的 PPIP 计划火上浇油。[1]

言归正传,美国所面临的现状是,银行愿意卖掉所持有的问题资产,但嫌弃价格太低,而投资者又拒绝给出更好的价格。银行哪里来的底气拒绝跳楼大甩卖? 无非是因为政府不但弥补了银行的部分损失,而且给了它们足够多的资金,即使这些问题资产的情况进一步恶化,银行也可以支撑过去。假如整体经济再度恶化,银行进一步亏损,政府反正还得继续保住它们! 这一点与当初日本各大银行无异,尽管美国不少经济学专家都认为,政府毫无原则地保全各大银行,其实正是日本经济长期停滞的罪魁祸首。

无论如何,如果美国经济持续萧条,各大银行账册上由住房和商业贷款造成的累累债务将带来更严重的后果。威斯伍德投资银行(Westwood Capital LLC)

---

〔1〕 Eleanor Laise, "Pimco Says It Withdrew PPIP Application in Early June," *The Wall Street Journal*, July 8, 2009. http://online.wsj.com/article/SB124708520111513795.html.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的一位常务董事认为:"(经济面临的)真正的打击来自银行账目上数十亿美元的住房贷款和商业贷款。"经济进一步恶化导致这些账目都成了坏账之后,政府将无力继续提供资金以挽救银行的再次危机。[1]

同一时刻,美国各大银行也像当初的日本银行一样,开始限制借贷。他们对此有何解释呢?他们说,会对信用良好者进行借贷。但是,由于目前的经济萧条局势一再扩大,持续时间也许长到出乎所有人的预料,申请破产的个人和企业数不胜数,银行又上哪儿去找所谓的信用良好者呢?银行作壁上观,贷款和按揭的收益差距很大,尽管政府采取各种措施以缓解当前经济压力,但依然难以保障有资质的借贷者的信心。

财政部出台了购买银行坏账的方案,至此,美国已经走上了日本当年的老路。向银行注入资金,确实能够抵消因证券带来的进一步损失,却无法保证银行不伤其根本,也无法保证银行股价不受影响。银行面临大量按揭贷款相关证券以及商务住房贷款,问题资本高达数万亿美元,银行账目堵塞,以至于不再愿意运作新的贷款项目。

难怪各地银行均不愿意进行借贷,哪怕只是小额贷款。

银行此举与政府采取宽松货币政策刺激经济增长的初衷背道而驰。达拉斯联邦储备银行主席理查德·费希尔解释道:"经济复苏的关键在于企业和家庭,但即使联邦政府降低了银行利率,企业和家庭的贷款利率却反而提高了。背负较多有毒资产、承受损失较重的银行首先冻结或减少了借贷行为。市场判定这部分银行所代表的风险更高,因此它们的资金成本更高,导致这部分银行提高了贷款门槛,使得它们的借贷者面临贷款利率提高、资金获取困难的窘境。"[2]信贷市场的热情观察者和权威分析师迈瑞迪斯·惠特尼(Meredith Whitney)注意到了上述情形对经济的破坏性影响:"谁还指望着经济全面复苏的话,将会大大失望。我怎么知道的?我跟踪信贷市场后发现,信用在收缩。银行拒绝借贷的情况与日俱增。大规模的、资金充裕的公司要借款,当然不成问题。但另一方面,小型企业借贷则是比以往任何时候都困难。"[3]

---

[1] "Toxic Asset Program May Be Too Late to Help Banks,"Associated Press, July 8, 2009.
[2] Richard W. Fisher and Harvey Rosenblum, "The Blob That Ate Monetary Policy," *The Wall Street Journal*, September 28, 2009, A23.
[3] Meredith Whitney, "The Credit Crunch Continues," *The Wall Street Journal* (October 2, 2009): A19.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

惊人相似的历史

日本经济危机发生后几年，有一位日本教授曾说过："20 世纪 80 年代，日本人仿佛生活在梦境中。他们对现实完全不了解。从这点来看，我们现在所处的窘境正来源于此。"[1]

美国人从 20 世纪 90 年代开始也是生活在美梦中。科技股泡沫破裂后，纳斯达克足足缩水了 80%，联邦政府不得不将利率降到 1%以下才能促使经济复苏。

但现在看来，低利率保持的时间过久，促使美国家庭产生购房需求，纷纷想要实现自己的美国梦。紧随着全世界范围的购房热潮，次级按揭贷款应运而生。随后人们又将按揭贷款证券化，并大量利用杠杆来发行按揭证券。由于按揭相关证券在产生极高利润的同时又不动摇银行的核心资本，因此各家银行纷纷大量运作这些按揭相关证券。最后，银行又将这些按揭相关证券包装成安全投资，卖给警惕性较低的投资者，从而继续发行更多的按揭证券。一旦用作抵押的房产价值下跌，这些用次级贷款购买的房屋形成的美好图景就像纸糊的一样，完全坍塌了。

在美国人民欢呼雀跃地庆祝房产价格一路攀升的同时，美国政府也不甘寂寞地掺和了一下。政府出台了各种刺激房价继续上涨的政策：鼓励向资质不够的买家增加贷款，首付极低甚至全免；废除了 1929 年后将商业银行业务和高风险的投资银行业务划分开的《格拉斯—斯蒂格尔法案》(Glass-Steagall Act)，放松对银行的管控。在短短几年时间里，联邦财政预算就从数千亿美元盈余变成了赤字。

正如 20 世纪 90 年代的日本，美国政府疯狂地向银行和其他企业注入资金，额度超过了自身所能负担的程度。也正如日本，美国政府选择了各派政客们最喜欢的预算花费方案——公共基础设施建设。在这一过程中，央行资金被耗尽，联邦财政预算赤字已逾 1 万亿美元。

前途未卜

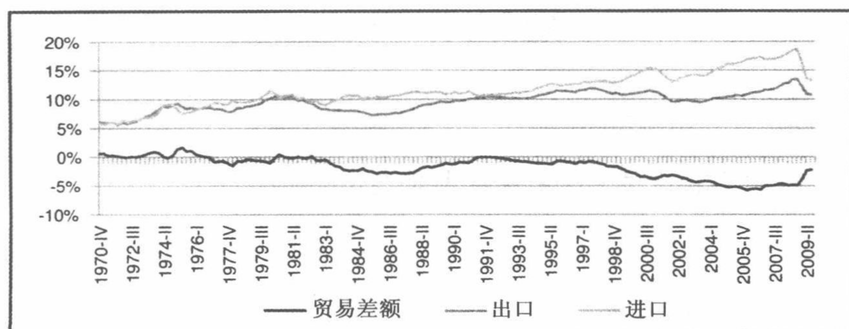
日本近年来持续保持贸易顺差，以期靠出口走出泥沼。尽管日本的贸易顺

---

〔1〕 James Sterngold, "The \$6 Trillion Hole in Japan's Pocket," *The New York Times*, January 21, 1994.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

差并不足以将日本从经济萧条中拯救出来，今日的美国却连这点优势也不具备。美国的贸易逆差已经持续了整整30年(见图1.6)。2009年，由于经济萧条导致进口锐减，美国的贸易逆差稍有缩小。但是，美国的贸易伙伴也同样遭受了经济减缓或萧条的影响，其中不少甚至比美国的处境更糟，因此美国向这些国家的出口也同样锐减。事实上，国际货币基金组织(International Monetary Fund)认为，欧洲各大经济体应当收缩至少4%，日本则至少缩水6%。新兴市场国家中，中国和印度的经济增速也将减缓。同理，巴西和俄罗斯经济也将收缩。与2007年度俄罗斯8.1%的经济增速相比，2009年俄罗斯的经济增速只有-6%。



资料来源：Bureau of Economic Analysis NIPA。

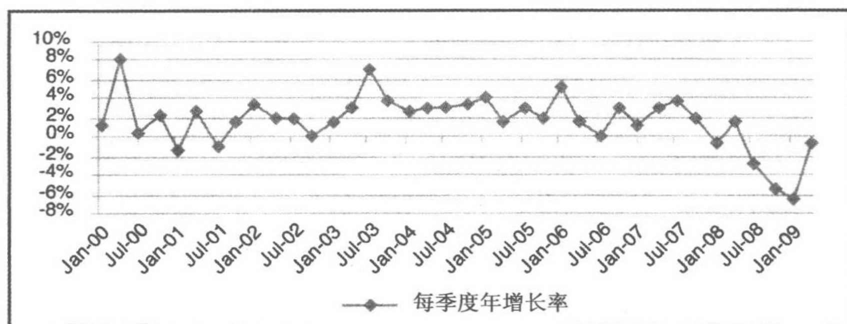
图1.6 贸易差额

另外，日本房地产市场崩溃虽然导致日经股市崩盘，却并未造成经济萧条。

美国经济遭受次贷危机和房价崩盘的双重打击，从2007年12月开始就进入了萧条期，每次评价后民众对美国经济前景的乐观态度就减少一分。从2008年第三季度开始，美国国内生产总值(GDP)连续四个季度不断下跌，2009年第一季度下跌幅度最大，高达6.4%。随后第二季度中，尽管联邦、州和地方政府加大了政府消费力度，整体显现出经济复苏的先兆，却也依然维持了0.7%的负增长(见图1.7)。自从1991年的经济萧条之后，2009年美国经济第一次出现缩水。我们将在第四章“新经济现状”中进一步阐述这一问题。

美国很有必要谨记日本的教训，经济萧条未必是导致股价从高峰跌入低谷的元凶。在1998年前，日本从未出现过连续两年以上经济衰退的情形。除去1993年第二季度和第三季度，日本也从未出现过连续两个季度经济下滑的情形。股市只需要认识到未来多年时间中经济增长放缓的可能性，就会做出应激反应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源:Bureau of Economic Analysis。

图 1.7　GDP 季度增长率

正是对未来股价的信心不足,将日本股市拖入了更深的低谷。

日本和美国股市:对未来信心低迷

1989 年日经指数攀上峰值后的几年中,日本的国内生产总值并未出现明显放缓的趋势。事实上,1990 年日本的 GDP 增长还高达 5.2%,与前几年并无太大差异。但是截至 1990 年 12 月,日经股票的价值却缩水了 46%! 日经指数峰值后长达 8 年的时间中,日本的 GDP 增速还保持着足以令欧洲国家"羡慕嫉妒恨"的水平。1990～1997 年间,日本经济增速维持了 2.3%的较高水平,但同 1985～1989 年间 4.7%的平均增速相比,已经是有所减缓了。

经济增长的保持对于日本股市而言毫无帮助。到 1998 年 9 月,日经指数相较于 1990 年的水平又跌了 46%。整体来看,同 1989 年 12 月的股指高峰相比,尽管偶尔有几年出现增幅,日经指数却总共下跌了 68%,在 1998 年 10 月暂时达到最低谷。随后而来的一次反弹从幅度上而言令人惊喜,但是维持时间过短,日经指数仅仅回升至 20 830 点。随后的 2008 年全球经济危机中,日经指数又连续下跌了 66%。

日本股市这些年来很值得注意的一点是其利好的外部环境,在日本经济保持增长、世界其他国家股市大幅度稳步上升的情况下,日本股市却一蹶不振;而今天的美国却处于经济低迷的局面,外部环境的利好并不存在。而且股市的每次升降幅度都十分惊人,每一次反弹看似预兆着好消息的到来,却都难以持久。

另外,股市的变迁也反映出一点,日本经济最美好的时代已经一去不复返

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了。美国证券市场的低迷同样也预示着未来几年中美国经济将举步维艰。回顾日本房地产泡沫破裂的历史，也可以看出美国经济艰难的未来，当初日本政府采取的各种救市措施，今天的美国也在采用，这些措施在日本收效甚微，在美国也很难有一针见血的效果。除此之外，正如前文所探讨的，美国在 2009 年经济危机开始时所处的状态，比之当初日本经济大萧条前所处的状态相去甚远。

下一章我们将探讨日本经济的局势，看是否有可供美国参考之处。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章　日本:日落西山

日本人深信自己是“太阳女神”之子,高贵神圣,就如同太阳从东方升起是自然规律,毋庸置疑。

日本内战结束后的几年,德川幕府垮台,1868 年日本在明治天皇的统治下再度统一。正如美国新独立时那样,日本经济繁荣昌盛,引入各种欧洲技术,包括铁路、通信、银行业、从来复枪到炮弹尤其是战舰这类现代武器,开始了现代化的进程。

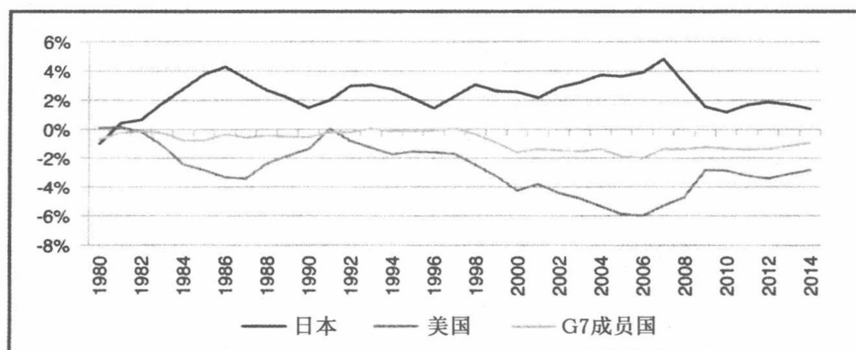
1895 年,在争夺对朝鲜半岛控制权的战争中,日本战胜了中国清朝政府,这标志着日本从一个农业经济体转为足以与西方列强对抗的工业化国家。1904～1905 年,日本在满洲里打败了俄国,并在“特拉法尔加(Trafalgar)之后最伟大的海战”中一举摧毁了俄国海军舰队,至此日本自认为已成为一个超级大国。

浴火重生

日本占领了从满洲里到菲律宾群岛的大块土地,正逐步过渡为一个大殖民主义国家。虽然后来在珍珠港与美国交锋的结果是灾难性的,并且遭遇了第二次世界大战失败的耻辱,但是失败的战果仅仅是暂时打断了日本锐不可当的发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

展势头。就如传说的那样，凤凰浴火重生，日本很快成为世界第二大经济体，其富裕程度超过日本发展历史上任何一个阶段，也比第二次世界大战中除美国以外的其他战胜国繁荣得多。尽管过去的 20 年间日本经济停滞，而且其他国家或多或少保持着迅猛的发展势头，但日本目前仍是世界第二大经济体。日本一方面向世界各国，尤其是美国，出口高科技产品，保持贸易顺差；另一方面在世界各地投资，从中获取大量红利。与美国和其他七国集团(G7)成员国不同，日本的国际收支状况虽不如以往，但依然保持着盈余(见图 2.1)。2009 年，在过去一个世纪中全球经济最萧条的一年里，丰田(Toyota)却从一个低端汽车生产商摇身一变成为世界第一大汽车生产公司。



资料来源：IMF World Economic Outlook Database，April 2009。

图 2.1　各国收支结余：日本和 G7 成员国

日本制造的产品侵入了世界每一个消费品市场，一开始的定位只是作为美国、法国、英国和其他欧洲国家产品的便宜仿制品，不久就取代了那些知名产品的地位，成为人们更好的选择。到 19 世纪 80 年代，大到电视机和家用电器，小到照相机和手表等，日本出口的产品完全取代了原本属于西欧和美国制造业基地的支柱产品。日本制造不再意味着便宜货，而是产品质量可靠的标志。直到今天依然如此。

其他国家的居民，尤其是美国人，开始推崇日本的一切东西，认为日本的就是好的。管理人士、工程师和其他各行业专家纷纷效仿日本的商业模式，既包括无库存生产方式，也包括其高效的管理措施。不少美国公司仿造日本的商业模式建起厂房。尽管在过去几十年里欧洲汽车制造商一直是小汽车生产的传统强

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者，但是为了与日本汽车制造商竞争，也开始采用日本管理方式。其中通用汽车建立了土星(Saturn)分部，专门生产小型低油耗汽车，可惜雷声大雨点小，成果并不出色。

日本贸易产生高额顺差，国库日渐丰盈，货币开始升值，成为美国和世界的大债主。今天依然如此。几十年间，日本经济一日千里地发展。1988 年，日本 GDP 增速达到 6.8%，这一速度比其他两大经济体——美国和德国——足足高出 40%之多。

同时，得益于国家财富的增长、急于在日本发展中获利的外商进行的海外投资，甚至于同证券投资毫无关系的日本企业的炒作，日本股市几乎呈直线猛涨态势。1985～1989 年，日经 225 指数(Nikkei 225 Index)以年均增长 27.5%的速度涨至原先的 3 倍。股市预测高得出奇，股票的市盈率是美国股市的 5 倍有余。但是，这一现象很难用常规标准来解释(如预期收益与股价相比，据多数分析员认为，前者即将减少，而后者却在不断升高)，因此不少华尔街权威人士认为，日本的高股价应当归功于市场中富余的资金流动。这简直就是在说，反正你有这么多钱，你买东西就该买贵点；反正别人马上就会跟进，并且花更多的钱来买这东西！这说法听着还挺像那么回事儿，因为这说法来自华尔街大鳄们，他们认为，由于外商投资的资金涌入，日经指数还会继续攀升，而职业投资圈也害怕错失良机，从而在竞争中失利。

得到了各大银行的支持后，房地产行业，或者应该说房地产炒作，也热了起来，房产价格直线攀升。1990 年，全日本约 22%的按揭贷款为银行持有。银行还向小型企业进行贷款，小型企业中不少贷款的抵押物也是房产，这两大块业务占了各大银行总贷款的 75%。与美国一样，日本政府也加入了支持购房的队列，日本住宅金融公司(Housing Loan Corporation)提供利率极低的补助按揭贷款。以房地产作为借贷杠杆的现象极度泛滥，甚至有将同一房产作为抵押物向多个贷款者进行借贷，贷得金额是抵押物价值数倍的情况出现。[1]

出于对股票和房地产市场出现泡沫的恐惧，日本银行(Bank of Japan)迅速提高了利率。1989～1990 年间，央行将贴现率接连提高了 5 次，到 6%，扭转了其在 1986～1987 年间实现的宽松货币政策。当时央行将成员银行贷款的贴现

---

〔1〕 Christopher Wood, "The Bubble Economy: Japan's Extraordinary Speculative Boom of the '80's and Dramatic Bust of the '90's," *The Atlantic Monthly Press*, 1992.

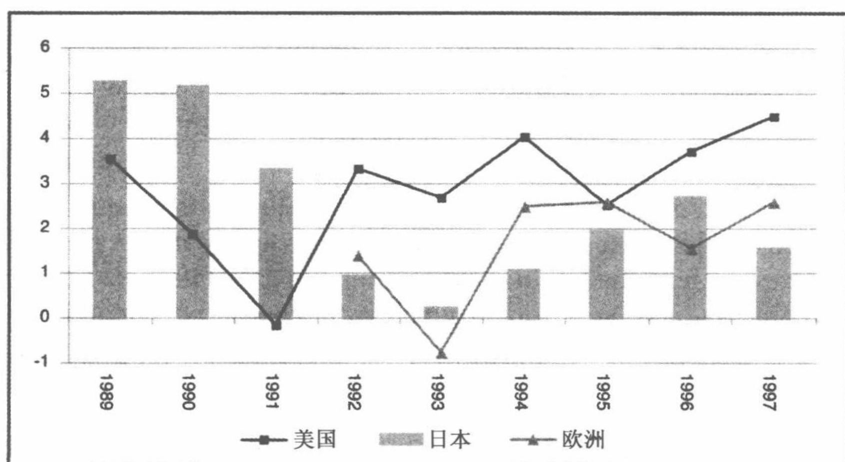
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率削减了一半，从5%降到2.5%。

日经指数崩盘

股价的疯涨停止了，紧随其后房地产价格也停止了上涨。

1989年的最后一个交易日，日经指数涨至最高峰值38 957点。这一高度前无古人，后无来者。尽管在日经指数峰值后的几年，日本GDP水平并未出现明显逐年收缩，但已进入了蛰伏期。实际上这段时期，日本的经济增长速度基本与欧洲持平(见图2.2)。与美国不同，日本在日经指数峰值后的几年里依然保持了较强的经济发展势头。1990年，日本GDP增长了近5.2%，1991年美国经济进入萧条期，而日本GDP依然增长了3.35%。而且从各个季度的水平来看，除1993年第二季度和第三季度外，日本经济从未出现过连续两个季度的负增长。但即使是1993年，这两个季度的负增长也较小，分别仅为−0.67%和−0.69%。



资料来源：IMF World Economic Outlook Database，April 2009。

图2.2 日本国内生产总值

然而，日本股市在1989年峰值后的20年间不断出现小幅震荡，最终总计下跌了80%。

不少文献中记录了1989年12月股灾前的情况、股灾的后果，以及日本政府采用和未采用的救市措施。然而，这么多年下来，人们对于寻找解救日本的“灵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

丹妙药"的兴趣也逐渐消退了。

为什么？正如诺贝尔奖获得者保罗·克鲁格曼(Paul Krugman)所说："西方的博学者们，曾将日本高高供奉于神坛上，现在他们要么不愿意再谈及此事，要么看着日本的失败暗自庆幸、沾沾自喜。"如果日本是个香蕉共和国(Banana Republic)，这倒也罢。但是，克鲁格曼又说："我们所说的不仅仅是一个超大经济体，而且是一个随着其倒台，足以拖垮大量小国家的经济体。最让我担忧的一点是，如果我们不弄明白日本的问题到底出在哪儿，谁敢说我们不会遭遇同样的问题？"[1]

我们不会的！即使在美国炒房最癫狂的时候，这一点也是公认的。尤其是因为，每次触及这一话题，就必须首先承认美国也存在着与当初日本一样的房地产泡沫。然后，人们的这些担忧立马被丢到爪哇国去了，正如一位《华尔街日报》记者所报道的：

在美国，投资者们在迈阿密、拉斯维加斯、凤凰城、洛杉矶和纽约等热门城市抢购公寓房和租赁用房，纷纷开始炒作住房市场。尽管监管人员和经济学家们担忧上述地区的市场对经济萧条的抵抗力非常薄弱，但他们并不认为经济调整会影响到美国整个房地产业，而且美国并未出现过大企业争抢地皮的场面。

而且，日本经济飞速发展诱发了银行业危机。当泡沫破灭时，贷款者无法清偿债务，银行账上数以百亿计的坏账将把它们推向绝境。

住房贷款的坏账率较低，巴克莱资本(Barclays Capital)的分析员杰森·罗杰斯(Jason Rogers)认为："最大的问题还是源自企业贷款——那些借贷给房地产开发商的款项。"[2]

尽管上述文章发表于2005年，但也可以用于描述2009年美国发生的情形，只不过这时候美国商业住房产业的问题才刚刚露出其狰狞的面目。2005年时的人们产生这样的错觉是可以原谅的，因为直到3年后，美国房地产泡沫才开始影响到整体经济。更让人诧异的是，当美国的银行业危机已经初露端倪时，居然还有不少人抱有莫名其妙的信心。《今日美国》(*USA Today*)杂志2008年1月

---

[1] Paul Krugman, "Setting Sun-Japan: What Went Wrong?," Blog, June 11, 1998. http://web.mit.edu/krugman/www/japan.html.

[2] Sebastian Moffett, "The Japanese Property Bubble: Can It Happen Here?," *The Wall Street Journal*, July 11, 2005.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

刊中报道：

美国各大银行在危机初始时的财务状况较好，尽管它们随后被迫吃进数百亿美元的按揭相关投资。

20 世纪 90 年代的美国财政部长、花旗银行执行董事会主席罗伯特·鲁宾(Robert Rubin)表示："如果你回顾日本的历程，自己思考当时日本采用的货币政策以及促成该政策的原因，就会发现我们的情况和日本的不同。"[1]

然而事实证明，导致日经股市崩盘的事件也好，日本政府为应对灾难采用的措施也好，都逐一在美国重演，而且速度更快、情况更紧迫。这又何尝不是重蹈日本的覆辙呢?

房地产崩溃

日本房地产业出现泡沫，在 20 世纪 80 年代房价飙升，这样的情况并不罕见，那些参与了房产炒作的人，从炒作者到购房者，从监管者到提供资金帮助的银行，都相信高房价可以永恒，或者至少能维持到他们将手中的房产卖给后来者并获得暴利。因此，各大银行不断向客户提供贷款，而购房者则争先恐后地力图在房价进一步上涨前挤进市场。

人们丝毫没有考虑超高的房价是否合理。

购房者都认为房价还会继续上扬，他们总会从房产交易中获得暴利。参与了加州、佛罗里达和拉斯维加斯炒房热的人们对这样的景象并不陌生。在这些热门市场中，人们成群结队、争先恐后地掏钱买房。楼盘在开盘的第一天往往就已售罄。开发商给那些"不幸"没能抢到房源的人抽签，让他们有机会去买下一个楼盘，而往往不管开发商提供多少楼盘，总是满足不了疯狂的购房者的热情需求。

日本房价猛涨的程度令人瞠目结舌。在 1985～1991 年的房价高峰期内，东京的房价翻了近 3 倍。1989 年时银座地区的房产价格涨到 100 000 美元每平方英尺。东京其他地区的房价只是相对稍低而已。整体而言，从 1985 年到房价峰

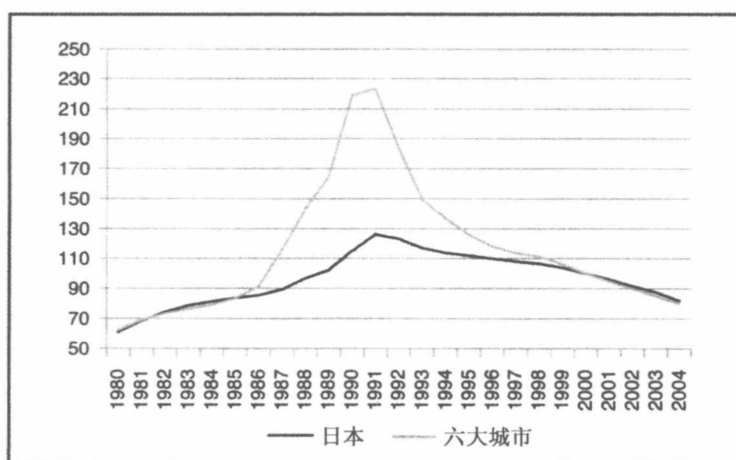
---

〔1〕 David J. Lynch, "U. S. Can Learn from Japan's Deflated Economy in the 1990s," *USA Today*, January 25, 2008. http://www.usatoday.com/money/economy/2008－01－21－japan－parallels_N.htm.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值时期，日本六大城市的房价上涨了 168.5%。这一神话中最浓墨重彩的一笔是，东京皇宫下面一块面积仅为 850 英亩的地皮，估价一度与整个加州的房地产估价持平。这块地如果真正出售，鉴于投资者夺取“地王”的迫切心情，最终售价只会比这个估价更高。

尽管这些数字可以充作上好的“头条”材料，但它们分散了人们的注意力，让人们忽略了一点：日本全国的房地产价格整体涨幅并没有这么凶猛（见图 2.3）。从 1985 年到 1991 年，六大城市房价上涨了近 170%，相较而言，全日本房价上涨幅度仅为 51%。事实上，1980～1991 年的 12 年间，日本房价年均增长率仅为 6.6%。



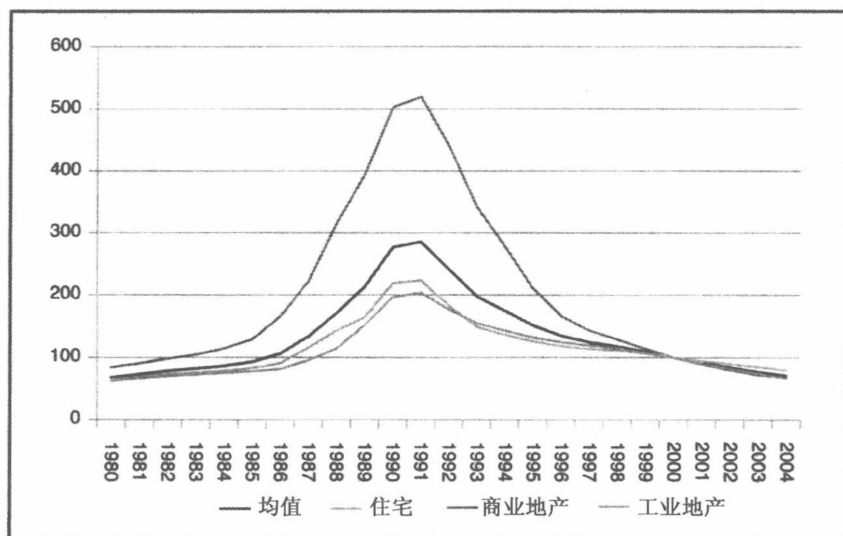
资料来源：Japan Real Estate Institute。

图 2.3　房地产价格：全日本 vs.六大城市

另外，如果将房地产业划分为商业地产、住宅和工业地产几大块，那么对比之下，住房价格的上涨幅度也就不那么惊人了（见图 2.4）。从 1985 年到房价高峰时，六大城市住房价格上涨了 2.6 倍。但是日本不动产研究所提供的六大城市商业地产价格指数却猛涨了 4 倍，从 1985 年的 128.9 涨至 1991 年的 519.4！而且大部分按揭贷款坏账都是出现在商业地产贷款上，而不是在住房贷款上。

报纸头条没能公开的一点是，各种数据表明，20 世纪 80 年代的日本房地产泡沫可比今天美国的房地产泡沫要克制得多，后者似乎已经不可阻挡！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源:Japan Real Estate Institute。

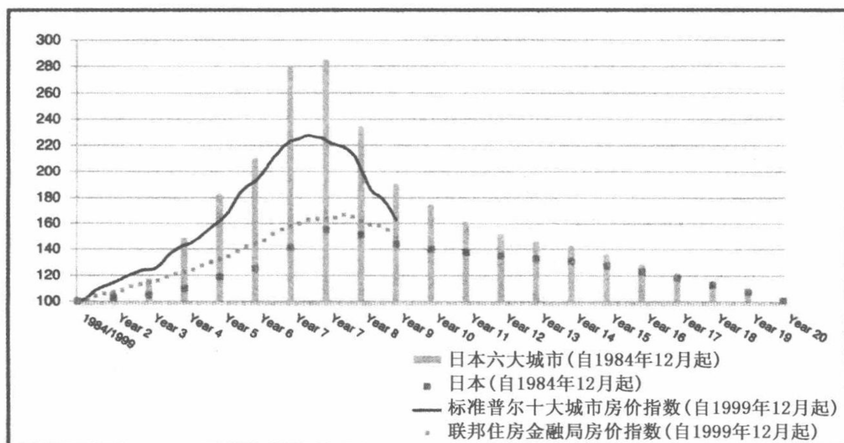
图 2.4　房地产价格:商业 vs.住宅

可想而知,日本大型城市的房地产价格上涨幅度远超全国平均值,这与美国沿岸地区价格涨幅较高一样。然而,从房地产价格的平均涨幅来看,2000～2006年间,根据联邦住房金融局(Federal Housing Finance Agency)发布的房价指数,美国50个州和哥伦比亚特区的住宅平均价格上涨了61%,而日本在1985～1991年间全国住房价格的上涨幅度则为51%(见图2.5)。同样在6年间,标准普尔房价指数显示美国十大城市的综合指数(Composite 10)上涨了125%,二十大城市的综合指数(Composite 20)上涨了106%(见图2.6)。

2000～2006年,根据标准普尔房价指数,洛杉矶住房价格上涨了178.3%,仅仅比东京房价上涨幅度低一点点。但是,在美国出现房地产泡沫的城市不止洛杉矶一个,与日本六大城市房价上涨幅度接近的美国城市包括洛杉矶、迈阿密、拉斯维加斯和纽约(见图2.7)。这些城市的家庭数量远超东京。

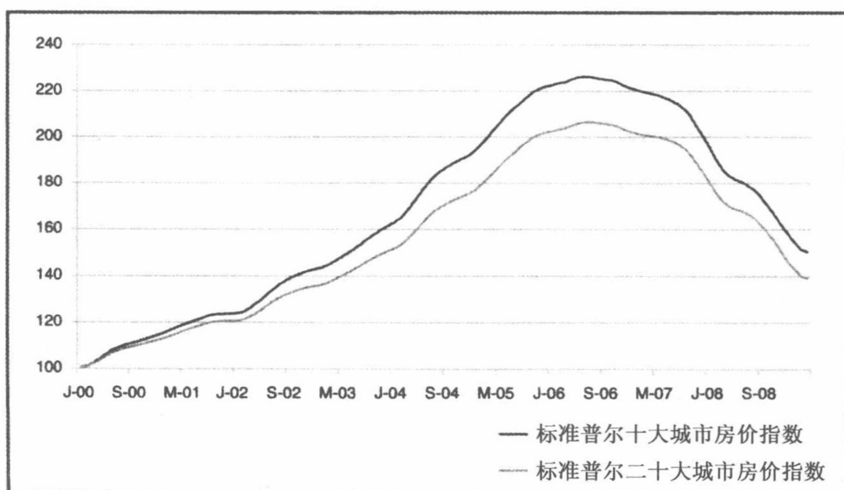
同日本商业地产相比,美国商业地产价格疯涨程度也不遑多让。图2.8反映了美国和日本商业地产板块的收益,包括日本不动产研究中心提供的六大城市商业地产指数,以及全美房地产投资信托协会(National Association of Real Estate Investment Trusts,NAREIT)提供的全面房地产信托基金(All REIT)和按揭贷款信托基金(Mortgage REIT)的相关数据。按揭贷款信托基金通过投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源:S&P/Case-Shiller,FHFA,Japan Real Estate Institute。

图 2.5 美国和日本房地产泡沫:全国 vs.大型城市

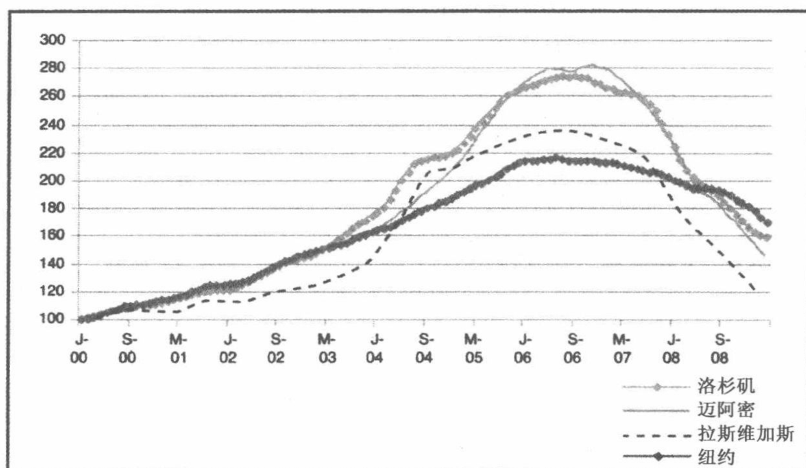


资料来源:S&P/Case-Shiller。

图 2.6 美国住房价格

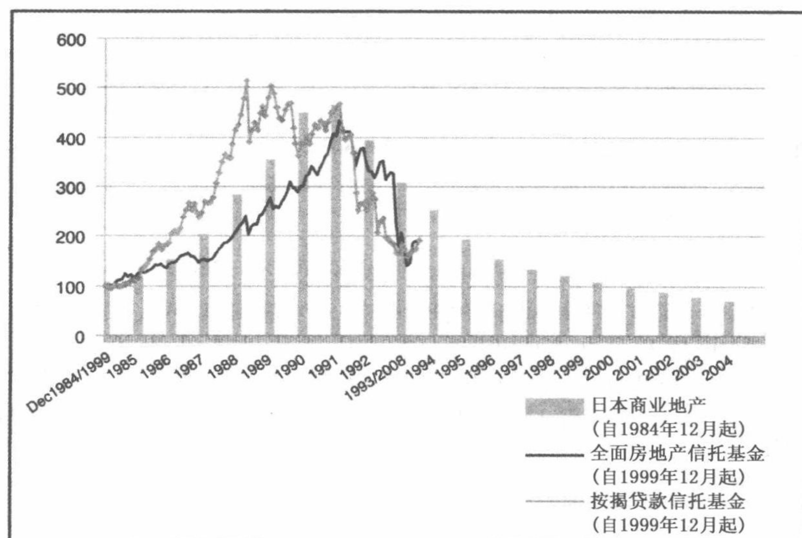
按揭贷款和按揭相关证券来提供贷款资助。权益型信托基金(Equity REIT)拥有并管理商业地产;目前美国共有 134 种房地产信托基金,权益型占其中的 83%。全面房地产信托基金包括上述两种信托基金,以及涉及全部主要板块和主要地区的混合型基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：S&P/Case-Shiller。

图 2.7　美国大型城市住房价格



资料来源：Japan Real Estate Institute，NAREIT。

图 2.8　商业地产：日本和美国

房地产信托基金产业发展的时间相对较短。正如《哈佛商业评论》(*Harvard Business Review*)2006 年 1 月刊中一篇文摘所指出的，20 世纪 80 年代末市场崩溃后，经过"为稳定市场而进行的体制改革"，房地产专家们相信"整个行业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的变革……拯救了这个一度臭名昭著的产业,将其中的风险降到最低”。[1] 科技股泡沫破裂后,投资者们试图寻找一种替代证券的投资方式,房地产信托基金因此处于优势地位,可以很好地利用这些资金。(原任)某大型购物中心房地产信托基金主席的斯蒂芬·莱波维兹(Stephen Lebovitz)说:“技术泡沫化,人们感兴趣的是看得见、摸得着的真实资产和红利。”[2]因此,商业地产的价格开始上涨。某房地产投资顾问公司管理着 430 亿美元的资产,该公司总裁说:“商业地产的价格高到前几年完全无法想象的程度。”[3]

图 2.8 清楚地展示了随后发生的情况。日本商业地产在 1985 年开始猛涨,1991 年达到峰值。美国各种房地产信托基金从 2000 年开始猛涨,幅度与日本当时基本持平,也在 7 年后到达峰值。日本商业地产在此之后持续下跌。而在美国,这之后的几年中,商业地产价格下跌的幅度都比日本当时大。

行业中的老手纷纷开始担忧美国的商业地产将会对整体经济造成第二次冲击,提西曼建筑公司(Tishman Construction Corporation)主席兼首席执行官丹尼尔·提西曼(Daniel Tishman)说:“我们已逐渐摆脱了单一住房市场崩溃带来的灾难,但是各领域商业地产的状况正在恶化。商业地产相关的贷款数额高达数万亿美元。在未来的 5~7 年中,这些贷款就应当回笼;但真实的情况是,资金将难以到位,无法重新融资。”[4]

2006 年的房地产高峰期过后,美国无论是住房还是商业地产的价格都跌回至 2003 年的水平。日本房价的跌幅与当初的涨幅一样凶猛,而且至今仍在持续下跌。到 2006 年为止,全国土地价值相较 1991 年的峰值下跌了 55.9%,因此 1985 年以来靠房地产升值所取得的收益也被抵消了。六大城市遭受的损失已接近 1991 年高峰时期房地产总价值的 3/4。零售业地产板块所遭受的损失甚至更为惨重,达到 86.9%。

---

[1] Roger Thompson, “Rebuilding Commercial Real Estate,” *Harvard Business Review*, January 9, 2006. http://hbswk.hbs.edu/item/5156.html.

[2] Roger Thompson, “Rebuilding Commercial Real Estate,” *Harvard Business Review*, January 9, 2006. http://hbswk.hbs.edu/item/5156.html.

[3] Roger Thompson, “Rebuilding Commercial Real Estate,” *Harvard Business Review*, January 9, 2006. http://hbswk.hbs.edu/item/5156.html.

[4] “Commercial Real Estate Is Next Bubble to Burst: Tishman,” CNBC, September 21, 2009. http://www.cnbc.com/id/32952174.

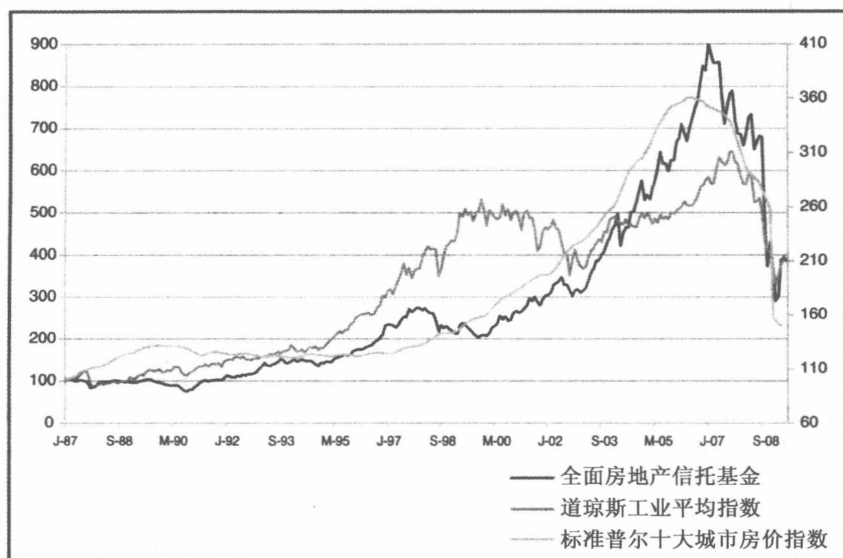
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市和房地产

在日本，1989年的最后一天，日经225指数在达到历史最高点后转入低谷，然而房地产价格在随后两年中继续保持增长势头。

在美国，2000～2002年间的科技股泡沫破裂几乎没给房地产价格造成任何影响。如果非说有什么影响的话，那就是人们不再投资证券，而是转攻房地产，为置产贷下超出自己偿还能力的巨款，而借款者则乐得将资金出借。在美联储持续保障低利率并提供大量帮助的情况下，2003年证券市场开始高歌猛进，不断创下新高，房地产市场和股票市场双双进入牛市。

与当初的日本毫无二致，美国房地产和股票的高价见风就涨，毫无根基(见图2.9)。在日本，经连会(Keiretsu)这一由各大相关联公司组成的利益共同体，帮助维持人工炮制的虚高价格，而由于贷款容易，持股人可以推迟对市场真实价格较低这一事实的承认。



资料来源：NAREIT，S&P/Case-Shiller，Dow Jones & Co.。

图2.9 美国股票vs.房地产

在美国，房地产评估师对房产价值的评估永远不会低于按揭贷款申请中标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明的价格，而房价不断上涨也正是基于此。从借贷者的角度来看，他们是乐得接受任何估价的，既不要求任何证明该估价的证据，也不要求对这些申请价格的核实。为什么呢？借贷者如此行事符合自身利益要求，因为他们可以立即将按揭贷款从自己的账本中抹去，转交给其他金融公司，后者可以将按揭转化为按揭贷款相关证券，并全部出售给投资者，而投资者中既包括银行，也包括机构投资者和市政当局。

华尔街的精英们发明了上述流程，他们中的很多人毕业于世界名校中的数学、工程学和计算机专业。他们运用模糊数学和计算机模型做出的东西连他们的上级也看不懂，一切行事的依据只是对现实和历史的推测。至此，银行和按揭借贷者签署并卖出的按揭贷款被分割为小块，转化为获得 3A 评级的证券，这些证券的回报率往往比其他企业债券要高。

人人都是大赢家！评估机构可以从证券发行商处赚取不菲的佣金（“顾客就是上帝！”）；银行家们赚取大量的费用；借贷者将按揭贷款从账上勾销的同时也获得利润——毫无风险的纯利润。同时，投资者获得的回报率往往比普通的顶级评级意味的回报率高。

事实是这样吗？

评估机构赚来的钱完全来自被评估方，尽管他们口口声声宣传评估流程绝对公正，但是这些证券的价值到底几何，完全只是基于一个猜测：房价将继续上涨，购房者将有能力偿还所有的按揭贷款；就算他们当中有一小部分无力偿还，这也完全在按揭贷款签发方和评估机构可容忍的范围内。

然而，历史从未表明过，即使越来越少的人能买得起房，即使租房远比买房便宜，房价也还能继续上涨。

首先，很多有意购房者不具备按揭贷款的资格。但这不要紧，有按揭经纪人和借贷方的鼓励，梦想购房者被说服了，相信自己也有购买梦想中的家的能力。购房者不用费力筹首付款，实际上，他们可以借贷的额度甚至超过了房价本身，之间的差额可以用来买辆车或是美国人生来就应该拥有的别的什么东西。利率太高，贷不到款项？这不是问题。按揭贷款初期可以有一个短期低利率，如果能在几年内就把贷款还清，那么利率完全不是问题。这种初期利率远低于市场上常见的 30 年长期贷款的利率，因此原本不符合按揭资格的购房者也就合格了。贷款人也可以选择还款低于要求的额度，把差额加到贷款本金上。当然，本金的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

偿付也相应推迟。

当初期贷款的低利率时效过去后，按揭贷款的利率将被重新计算。不幸的是，按照当时的市场行情，重置后的利率将远远高于初期利率。而且当利率重置时，新的利率将比届时市场中的主导利率高出一大截，贷款人的信用越低，高出的幅度越大。另外，本金的偿还也将重新计算。由于利率重置后的市场利率和原本的初期利率之间的差额，由此产生的未偿付利息将计入本金，导致本金也将比原本的高。

利率重置后，按揭贷款的每月应还款数额一瞬间涨到初期利率期的 3 倍，购房者忽然发觉自己无力偿付。美国人鲜少存款，无法依靠存款来补足利率产生的差额，而且越来越多的购房者陷入了失业的困境，于是购房者无力还款，按揭贷款出现坏账。

千里之堤，溃于蚁穴。市场中待售的房产数量超过有意愿购房者的数量，不少房地产只开发了一半，野草疯长，被肆意破坏，沦为了烂尾楼。

然而，如果仅仅只有无知的购房者们应当为自己的天真烂漫付出代价的话，美国房地产的泡沫也不至于瞬间破灭。

事实上，房地产价格达到峰值后的两年，还有市场专家和精英们仍然预测房地产市场即将复苏，房价即将回升。尽管联邦储备局不断调高利率来应对房地产泡沫，但是股票市场忠实地响应了上述预言，并在 2007 年 10 月数次创下历史新高。美联储不断提高联邦基金的利率，自 2006 年 7 月最后一次疯狂加息后，就一直将利率保持在 5.25%的水平，直到 2007 年 9 月，美联储匆忙将利率调低了 0.5%，这也不同于以往每次升降幅度均为 0.25%的谨慎做派。回顾历史，此次经济萧条的开端就在 2007 年的第四季度。

尽管房价下跌，依据房地产价值发行的证券境况也在恶化，但是股市的攀升帮助缓和了这一问题。因为大量按揭贷款的借贷者无力支付每月应付款，于是按揭相关证券像“垃圾”证券一样大幅度贬值，就算它们有 3A 评级也无济于事。很多民众购买按揭相关证券时，认为这是一种安全投资途径，也正是因为其评级高，甚至超过了意大利以及其他某些欧洲国家的国债评级。

从遥远的挪威小镇到冰岛那些由于不审慎借贷而膨胀起来的小型银行，从美国的市政当局到政府和企业职员的养老金计划，处处可见对按揭相关证券的投资，这与其高评级象征的安全性不无关系。更严重的是，美国和其他国家的各

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大银行，尤其是欧洲银行，均吃进了大量这样的证券。

当持有按揭相关证券的银行和其他投资者试图利用所持证券套现时，他们发现无人愿意出价，与此种证券息息相关的房地产价值在迅速下跌，证券的价值也随之蒸发。不少市政当局陷入财政预算不足的窘境，而各大银行的命运更加不堪。

各大银行资产清单上的按揭相关证券就像投入纽约拉夫运河(Love Canal)中的化学物质一样，成了有毒资产，面临随时会被撤销的风险，民众一旦得知了这一情况，全球银行体系的偿付能力和生存能力将遭到质疑。

20 年前日本房地产价格下跌造成的损失转而影响整体经济和股票市场的过程，与美国现在的遭遇并无差异。如果要说有什么不同的话，那就是日本遭受危机时民众的状态比美国民众的状态更好，更能应对危机。

在美国，是住房按揭贷款的证券化将房产价值和资质不够的贷款人与美国各大银行以及整体经济联系起来；而在日本，是参与房地产炒作的企业以及经连会的连锁关系将房产炒作者的困境与借贷银行联系在一起。

经连会是传统而强大的家族式多元化公司“财阀”(Zaibatsu)的变体，美国政府也曾试图瓦解这样的联盟。转型后的经连会由多家企业组成，企业之间的所有权和业务是互相联系的。一组企业中的各个附属公司分别持有其他公司的股票，每家公司都可分享同组其他公司的所有权。它们为彼此提供资金支持，共同进行投资，互派高层人员担任彼此的董事会成员。这种互相持有股份、业务上互相联系的关系，使得经连会与美国大集团中的姐妹公司非常相似。事实上，正是由于美国未能有效地瓦解财阀，才使得经连会在并未从根本上改变行事手段的情况下取代了前者而存在。

作为一个土地面积狭小、经济高速发展的国家，日本人认为房地产是最宝贵的资产。当一家公司要出售手中的一块产业，经连会中的另一家看重地产的公司将成为优先购买者，当然成交价也会高于出售方原本买进的价格。左手出、右手进，此间居然还有利润产生！

随着房地产价格的飞涨，日本企业通过发行股票和大量贷款来筹钱投资房地产，并且不断以更高的价格将产业出售给兄弟企业的方式，产生大量利润。随着房地产的出售价格提高，又被用来作为抵押品取得更多贷款，并进行新一轮炒作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日经 225 指数在 1989 年 12 月到达峰值后，房地产价格之所以还能继续保持两年的增长期，正是因为经连会房地产交易的内部定价和互联关系。尽管经连会手中的股票价值下跌了，但它们持有的房地产仍在经连会成员中以虚高的价格流动，因此才保持了健康成长的假象。

在美国，由于房地产价格虚高而出现大量按揭相关证券，无论是美国国内还是国外，每一个主要金融机构、退休金计划、养老保险、基金、地方市政和个人，都成了按揭相关证券的消费者。按揭相关证券将美国与全球经济广泛相连，一旦剧变开始，没有谁能逃脱。但不同于日本，这些证券的交易既非内部消化，亦非价格虚高；相反，按揭相关证券的价格完全由市场主导，一旦出现损失，在当季的利润报表中就会体现出来。

美国市场相对较透明，从而导致一个严重后果——房地产价格的降低将迅速影响按揭贷款的坏账率。一旦按揭贷款坏账率明显上升，按揭相关证券的价值将迅速降低，金融机构因而遭受巨额损失，它们的股价将崩溃，资产大量蒸发，甚至走到破产边缘。

因此，美国房地产价格下跌导致了整个房地产行业和股票市场的双重崩溃，造成各金融机构和个人财富的损失达数万亿美元。房地产价格峰值出现在 2006 年，股市在 2007 年 10 月达到历史最高点，随后一年间，经济的崩溃发生了。短短 5 个季度的时间中，道琼斯工业平均指数下跌了 54%，这比当初同样时间内日经 225 指数下跌的幅度要大得多。截至 1991 年 5 月，日经 225 指数从最高点下降了 34%。直到一年后，即 1992 年 8 月日经指数到达历史低谷时，下跌的幅度才与道琼斯工业指数持平。随后日经指数从低谷中复苏，开始不断上涨，在一年的时间里上涨了 47%。2009 年 3 月的低谷后，道琼斯指数还享受了一段较为利好的时期，在 3 个月中回升了 30%之多。

综上所述，两次波及全球的经济灾难，前后相隔 20 年，产生的根源虽非一致，但非常相似，为金融业和其他行业带来的损失大小也非常接近。对于美国而言，首要问题是，避免像日本那样陷入长久的萧条时期。但是，抛开市场巨头们、政府官员和其他政客们的所谓预言、希望和武断言论不管，美国实际步上了日本的后尘，采取了与当年日本一样的措施，这些措施未能阻止日本陷入长达 20 年的经济萧条期，也未必能帮助美国。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体制修复

在股市和房地产市场遭受双重打击后，日本央行采用的货币政策饱受批评。随着经济发展放缓，央行于 1986 年 1 月开始降低贴现率，从 5%减至 4.5%。该年度经济增长率仅为 3%，与 1985 年时的 5%相比低了很多，比美国当时的经济增长率也低了 3.5%。而且银行还在持续降息，部分原因是，美国希望刺激对日本投资，帮助推动美国对日本的出口，以此平衡两国之间的贸易差。实际上，1985 年美国政府为扭转美元升值趋势而出台《广场协议》(*Plaza Accord*)，导致了日元的飞速升值，这实质上促发了美元的全面贬值，但是为日本的出口贸易带来了巨大的损害，抑制了日本的经济增长。随后日本采用的宽松货币政策一直维持到 1987 年 2 月，此时贴现率已降至 2.5%，这确实有助于加快经济增长速度。1987 年的经济增长速度达到 3.8%，比当时最大经济体美国 3.4%的增长率稍稍高出一点。但是，随着日经指数和房地产价格的暴涨，不久后日本经济开始过热。

极具讽刺意味的一点是，2000 年美国经济大萧条后，格林斯潘担任美联储主席时，也采用了同样的宽松货币政策，结果导致了房地产热潮。虽然日本与美国采用宽松货币政策时的情况不尽相同，但当时美国害怕“9·11”恐怖袭击后经济将长时间萧条，因此美联储确实将低利率保持过久，甚至在房地产市场出现过热迹象时也未能扭转策略。

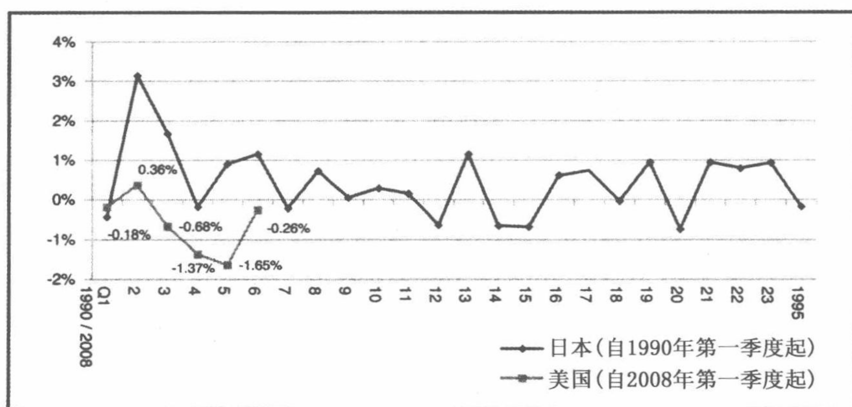
1989 年 5 月，日本银行扭转了长期以来的做法。两年多来，贴现率第一次被抬高了。这个趋势一旦开始，就一发不可收拾。1989 年 12 月的日经股市崩盘也没能影响日本银行抬高利率的决心，一直维持到 1990 年 8 月，这时利率已涨至 6%。日经股市此时已经下跌了 40%，日本经济发展速度明显放缓。但是日本银行依然保持利率不变，直到 1991 年 7 月，利率才被降低到 5.5%。

行动迟缓的日本银行饱受批评，被指责是导致日本经济长期萎靡不振的元凶。美国著名经济学家本·伯南克批评日本银行“制定了超烂的货币政策”，在 20 世纪 90 年代日本经济萎靡进入通货紧缩期时，日本银行未能及时降低利率来应对。这位前普林斯顿大学经济学家、现任美联储主席，希望确保美国不犯与日本同样的错误。

尽管如此，实际的情形是，直到 1993 年下半年前(见图 2.10)，日本经济都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未曾出现传统定义上以连续两个季度出现负增长为标志的大萧条。到此时，贴现率已经降至2.5%。1995年9月，贴现率进一步跌至0.5%，刺激日经股指在一年内上涨了20%左右，尽管在此前的1994年初，美国联邦储备局曾经大力收紧其货币政策。随后，日本银行继续保持降息措施，在2001年9月，贴现率已经降至0.1%，这与美联储在美国不断减息的情形十分相似。但相较而言，甚至在房地产泡沫破裂和银行危机的迹象出现前，美国经济就已经陷入了萧条期。2007年12月大萧条开始后，如图2.10所示，美国只有一个季度出现过正增长，其余四个季度均为负增长。



资料来源：OECD Statistics。

图2.10　日本和美国：泡沫后GDP增长（每季度百分比变化）

房地产泡沫期间银行借出的贷款却不得不留在银行账目上，正如美国各大银行的账目上仍有大量有毒的按揭相关证券。随着用于抵押的房地产贬值，相应的贷款不可避免地逐渐变成坏账。截至1995年，日本各大银行账上不良贷款总计2 800亿美元，然而实际上，这个数值远远低于实际的数额。1995～2003年间，3 180亿美元不良贷款被注销，但新的不良贷款不断出现。到2002年3月，不良贷款总额达到3 300亿美元，占总贷款数额的8.4%。

自1997年起，日本银行系统全面陷入危机。政府很快做出反应，在接下来的两年里通过各种行动向各大银行注入大量资金。政府还全面收购了长期信用银行（Long Term Credit Bank）和日本信用银行（Nippon Credit Bank）的股份。总而言之，通过各种各样的手段，为了拯救各大银行，日本政府总计花费了4 950

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亿美元，占日本 GDP 总值的 12%。[1]

日本政府的经济刺激行动，从房地产泡沫破裂就开始实施了。1994 年，日本政府下调了个人所得税；1998 年，日本政府再次减税 2 万亿日元。1992～1995 年间，政府启动了 6 个政府消费计划，总价值 5 000 亿美元。随后的 5 年中，日本又启动了一系列经济刺激和公共建设项目，总价值也达到 5 000 亿美元。整个 20 世纪 90 年代，为了应对房地产市场和股票市场的双重危机，日本当局采用了多种货币宽松政策以及金融措施，总值达到 90 年代日本 GDP 总值的 28%，从力度上来看，是美国为了应对银行危机而出台的金融措施的总投入的 2 倍。

如果上述对日本银行危机和政府相应措施的简单描述听起来很耳熟，这是因为美国政府和联邦储备局在 2008 年美国银行危机时采用了相同的措施。日本各大银行逐渐恢复元气，不良贷款占总贷款比率降至 3.5%，美国各大银行也逐渐趋向平稳表现，然而它们的盈利很大一部分依靠政府利用纳税人对银行进行的资助，以及贷款政策的收紧。另外，各地区的小型银行依然在挣扎求生，此类银行中不少濒临破产，其中甚至包括一些大型的地区性机构，如位于佐治亚州蒙哥马利市的殖民银行(Colonial BancGroup)。

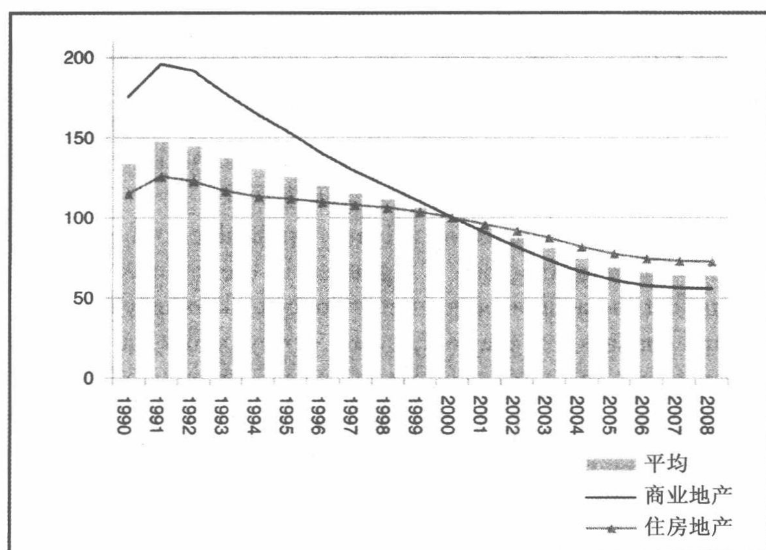
显然，日本银行将 0.1%的贴现率保持了多年。日本的经济增长得以持续，但速率放缓，在 2002～2007 年间，经济平均增长率仅为 2.1%。2008 年，日本经济收缩，增长率仅为 0.6%；2009 年，随着全球经济的收缩，日本经济的收缩也加剧。如图 2.11 所示，不管是商业房地产还是住房市场，房地产市场中价格指数依旧低迷。东京、大阪和名古屋的商业地产自 2005 年开始复苏，并在 2006 年实现了 8.9%的增长，而住房用地的价格则上涨了 2.8 个百分点。但在上述城市之外的其他市场，房地产价值依然下跌了 2.8%，这已是连续第 15 年下跌。[2] 随后的 2008 年迎来全球房地产市场的崩溃，地价下跌了 5.5%，其中东京地价的跌幅达到 6.5%。

20 世纪 90 年代初，日本经济低迷，股市和房地产市场暴跌，部分原因据说

[1] Dick K. Nanto, “The U.S. Financial Crisis: Lessons from Japan,” CRS Report for Congress, September 29, 2008.

[2] Finbarr Flynn, “Japan Land Prices Rise for First Time in 16 Years,” Bloomberg.com, March22, 2007. http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601101&sid=a5e_7OF8JvM8&refer=japan.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：Ministry of Internal Affairs and Communications。

图 2.11　日本：房地产价格持续下跌

是来自日本政府的决策错误。然而，在随后几年中，在全球经济高速发展的大环境下，日本银行采用了零利率政策，政府也启用了大规模经济刺激项目，日本的整体经济和资产市场却依然顽固不化地陷入低迷状态，这显然不能再怪罪政府。总之，政府的各项政策使得股市在 20 年间不断地起起落落，对整体经济和资产价值的正面作用却少得可怜。日本经济萎靡不振的状态持续如此之久，一直难以找出足够的合理解释，对此，日本经济研究者们感到非常沮丧。部分人开始转向一些外部原因，诸如日本人口的老龄化、日本民众相较于美国民众更倾向储蓄而非消费，甚至干脆就是无消费意愿。

其实或许还有一种更简单的解释。日本是一个成熟经济体，凯恩斯理论或者传统的经济刺激政策很难对日本经济起作用。就像已经吃饱的人无法再继续吃下其他食物，日本的发展已经达到饱和状态。收入再怎么增加也只会被储存起来，而不再进行消费。战后日本经济重建、帮助国家摆脱贫穷的奋斗动力已不复存在，现在民众即使还有存钱的欲望，也不足以产生足够的动力推动当初那样的进步。日本股市的起落很诚实地反映了这一点。

当然，这种解释对于开放式的美国经济并不适用，因为发财致富的思想早已在美国文化中根深蒂固了。但是，这也意味着，美国经济想要扭转赤字、回归健

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

康的经济发展之路，美国的经济决策者们采取的行动也许会面临类似的需要长时间演变的体制变革。政府和官方货币组织的过度干预只会破坏商业循环，即便带来虚假的经济增长也会马上再度下跌。官方也逐渐意识到，无论是将低利率保持得过久还是通过减税和造成财政赤字的政府消费来拉动需求，也许他们做得过多了，反而违背了全球开放市场经济的自然规律。

总而言之，我们发现人为的经济刺激措施，尤其是货币宽松政策，往往伴随着房地产和股票市场的炒作热，最后只会导致灾难。20 世纪 80 年代日本发生的事情就是如此，直到现在，无论采取何种金融或货币政策都无法扭转颓势。2008 年金融危机中，美国政府除了货币宽松政策，加上以联邦财政预算进行赤字开支，市场中对按揭相关证券的大肆炒作，以及经济各领域前所未有的杠杆行为，导致美国房地产泡沫比当初日本的严重得多。随后美国股价的崩溃也比日本在 1989 年股价峰值后的情形来得更迅猛、更强烈。美国政府到目前为止应对危机的手段与当初日本政府并无太大不同，尽管步伐要快得多。这些措施能否有立竿见影的效果呢？对于储蓄者和长期投资者而言，这又代表着什么呢？

接下来的两章将集中探讨上述问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章　根本原因:杠杆式投机和风险过度累积

还记得 1998 年美国长期资本管理公司(LTCM)这家对冲基金公司的全面崩溃吗？当时长期资本管理公司由已故的所罗门兄弟公司(Salomon Brothers)的著名交易专家约翰·梅里威瑟(John Meriwether)领导,豪华的管理层阵容中既包括一群诺贝尔奖获得者,也包括知名的哈佛大学教授们,其中甚至还有前联邦储备委员会副主席。LTCM 是经营固定收益套利基金的佼佼者,该公司主营回报率较高的固定收益证券(Fixed Income Arbitrage),将其与回报率较低的债券的空头头寸进行对冲。无论高回报债券是否意味着更高的风险,单单两种回报率之间的差额就足以产生大量利润。由于收益率差值非常小,一种典型的套利模式就是利用杠杆投资。为了达成一个较低的两位数的回报率(比如年回报率为 10%～12%),往往需要价值为必备资本 20～30 倍的杠杆。

短短几年中,长期资本管理公司产生了大量的收益。1995 年,LTCM 正式运营的第一个完整年度,实现了税后和费后 43%的回报率,着实令人瞠目结舌。随后的一年中,该公司向中间商和银行进行大量借贷并以此作为杠杆,运用各种衍生产品,再次创下回报率 41%的佳绩。

1998 年,长期资本管理公司持有总价值 2 000 亿美元的各种固定收益资产相关证券,其中外部投资占 48 亿美元,并且 LTCM 以名义价值为 1.2 万亿美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的衍生产品作为杠杆再度融资。

长期资本管理公司并非孤注一掷，实际上其投资的项目包含多种多样的内容，从美国的国债券到按揭相关证券；从外国政府(包括俄罗斯政府)发行的国际债券，到股票指数期权和并购风险套利。伴随着对俄罗斯货币的炒作性攻击，亚洲金融危机于1997年开始。俄罗斯中央银行(Central Bank of Russia)试图保护本国货币，仅仅在1997年11月国库就损失了60亿美元。但俄罗斯的努力全是白费心思。1998年8月，俄罗斯货币贬值，俄罗斯国债冻结。其中部分国债正是LTCM所持有的，而且，俄罗斯还对外国债券者实施了延期偿付。这些原本“不可能发生”的世界性事件导致了全球范围内的固定收益证券大范围贬值，LTCM用作杠杆的证券同样大量缩水，正如2008年金融危机中的按揭相关证券那样。

尽管上述罕见的世界性事件无疑是灾难性的，但还不足以将LTCM置于死地。将LTCM压垮的是其大量采用的各种杠杆。LTCM所进行的各种交易中有一项是美国债券旧券(off-the-run bonds)和新券(on-the-run bonds)间的趋同。到1998年9月，两种债券间的利差已经从原本的5个基点(即0.05%)扩大到15个基点。这是一次非常剧烈的变动，但对于一项价值48亿美元的非举债经营的业务而言也不是致命的。损失最多不过480万美元，或者说是总金额的0.1%。但由于杠杆规模过大，加上其他逐渐恶化的外部环境，如俄罗斯国债的冻结，数个因素相加，导致产生巨大的损失。8月21日，LTCM发布报告，损失总计5.5亿美元。9月21日，该公司据称又损失了5亿美元。

长期资本管理公司仿佛陷入一场雪崩，按市值计算其持有的各种债券不断贬值。这就像2008年各大金融机构的处境一样，不得不将手中的有毒资产按市值大幅降价。一旦降低定价，这些用作贷款抵押品的证券价值就不足以维持原来的水平，公司资本失去足够的杠杆。更有甚者，LTCM持有的证券很多为非流动性证券，既难以定价，也难以出售。由于市值的大量流失，为了满足其贷款和衍生产品的担保要求，LTCM必须想办法找到额外的资金。如果无法做到这一点，就不得不用跳楼价将其手中的资本变现。鉴于这一点，人们开始担忧其他持有相似资产的金融机构也将陷入财务危机，从而导致整个银行系统的崩溃。

同整个美国经济的规模相比，长期资本管理公司的存在几乎可以忽略不计。甚至在数百家对冲基金公司中，LTCM也不算是最大型的。与雷曼兄弟控股公司这样的大型投资银行相比，LTCM只能算是一个侏儒。即使是雷曼兄弟，也在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008 年遭到原高盛银行主席兼 CEO、布什总统新任命的财政部长亨利·保尔森(Henry Paulson)的遗弃,不得不宣告破产。然而 LTCM 的情况特殊,它的倒闭可能会对美国银行系统和整体经济带来可怕的灾难,因此美联储不得不召集一批主要银行(包括高盛)对 LTCM 进行救助,但在此过程中,勒令其停业修整。

随着 2008 年次贷危机揭开帷幕,整个美国经济成了一项规模巨大、前所未见的杠杆投资。受影响的不仅仅是某一家对冲基金公司。美国经济的每一个领域都大量使用杠杆进行举债经营:不仅仅是购房者在无首付的情况下购买了超出自己承受能力的房子,而且也包括产生按揭贷款并将按揭贷款证券化的各大银行,尤其是全球银行的整体网络。各大金融机构现在为手中持有有毒资产感到追悔莫及,这其中包括贝尔斯登、美联银行(Wachovia Bank)、雷曼兄弟、花旗银行、美国银行、英国的苏格兰皇家银行以及其他国际性银行。但是与 LTCM 有所不同的是,美国经济所有的杠杆并非作用于多种不同证券,而是孤注一掷地完全依赖一项资产:借贷者产生的注定信用度不可靠的次级贷款。同时,美国经济所使用的杠杆规模要大得多。

2008 年,长期资本管理公司的悲剧再度上演。

房价下跌后,按揭贷款是怎么把整个美国和全球银行系统拖垮到崩溃边缘的? 很多人都受到指责,尤其是针对银行家们的贪婪。然而,大家都未能指出根本原因,在那些无害证券极大地帮助了数以百万计的美国人实现购房梦的同时,杠杆和风险也过度累积了。华尔街创造了按揭相关证券,银行家们看到了人们对拥有房产的无限贪欲,欣然抓住机会并采取了行动。次级贷款的借贷者之所以出手购买超出自己能力的房产,是因为政府出台政策鼓励他们买房。难道这不是美国梦的一部分吗? 当然,市场中从来不缺少为获利而炒作房产的人。难道不是吗?

鉴于上述种种,尽管房地产市场已经有显见的泡沫,美联储(以及其他国家的类似部门)依然采取宽松货币政策,而且联邦政府以赤字开支的方式不断向金融系统注入资金,无异于放纵次贷危机的参与者。

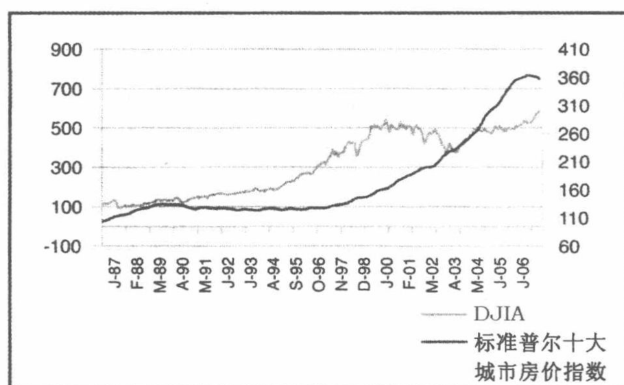
2008 年,长期以来满足华尔街获利需求并且与政府政策相符的过度累积和负债经营,终于遇上了房地产价格的崩盘,最终将美国银行体系逼到破产边缘。在此过程中,美国和全球各经济体被推入深度经济萧条,而且全球各股市均陷入 1929 年大萧条以来最严峻的熊市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

住房杠杆证券

房地产按常理无法对股价造成如此严峻的影响。1987 年"黑色十月"股灾之前和之后的一年，房地产价格继续以年均约 8%的速度上涨。科技股泡沫破裂时，房价以年均 9.3%的速度上涨。相反，自 1987 年 10 月股灾后到 2000 年，股票以惊人的速度快速复苏期间，房价却在 1990～1993 年间陷入低谷，累计下跌了 8%。

房地产价格在 1994 年初触底，尽管股市进入牛市，但房价在低谷徘徊了 3 年之久(见图 3.1)。这几年中，房价涨幅仅为每年 1%左右，算上通货膨胀和借贷产生的成本，几乎可以忽略不计。总体来看，1989 年 10 月到达峰值后，房地产价格在后续的 8 年里进入停滞期。而在这段时间里，道琼斯工业指数几乎翻了三番，每年增幅高达 14.3%！



资料来源：S&P/Case-Shiller，Dow Jones & Co.。

图 3.1　1987～2006 年间美国股价 vs.房价

房价和股价各自不同的轨迹反映了导致其价格起起落落的各种不同因素。股票的价格主要取决于对公司未来收益的预期。股票代表的是公司所有权的一部分，因此随着投资者对该公司收益未来增长状况的认识，以及他们对于自己观点信心的变化，单只股票的价格会出现起起落落。

从长远来看，由于损耗原因，房地产是一项不断贬值的资产，促使房价上涨的主要原因是通货膨胀和市场需求。在高通货膨胀时期，房地产的建造成本和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

土地价格都会上涨。同样在失业率低的情况下,工人薪水上涨,工人对就业的安全感也得到加强。这些因素会推动对房地产的需求,并推高房地产的价格。尽管影响房地产市场和股票市场的因素有部分重合,但基本原因的不同使得房地产市场与股票市场的起落几乎毫无关联。有时二者甚至会完全背道而驰,20 世纪 70 年代时就是如此;这段时期里,股票价格停滞,而房价一路攀升。

2000 年科技股泡沫破裂后,房地产行业被打造成了各种金融公司的盈利机器以及华尔街交易商的额外创收机会。房地产变成了一种证券,就像股票和债券一样可以用于交易、买进和卖出,并且也像其他证券一样,大量使用了杠杆经营。这种转型机制源自房地产按揭贷款的证券化,房地产按揭贷款被分割成杠杆式证券,其价值取决于房产本身的价值,而在大多数情况下,其主要风险源于信用记录堪忧的借贷人。

按揭贷款证券化

从前银行和按揭贷款借贷商在向客户借出贷款后,会将按揭贷款保留在册。在客户完成还款之前,由银行根据贷款主体金额收取利息,或进行其他相关服务。最近,上述任务被分配给按揭贷款行业的不同公司。尤其值得注意的一点是,产生贷款的公司不再保留该项贷款,而是立即将其出售给其他投资者。由此按揭贷款被证券化,成为按揭支持证券(MBS)。与其他证券一样,这些证券也有利息支出,来自购房者的按揭贷款还款。

按揭贷款证券化是一项非常有用的发明。通过诸如养老金计划和互惠基金这样的媒介,使得机构和个人投资者都能为房地产行业提供更多资金,让更多的购房者获得贷款。但是,投资于上述投资载体中,要经过按揭贷款产生以后层层叠叠的迷宫式的媒介。同时,由于按揭贷款所蕴含的风险被转嫁到其他投资者身上,如果说以前贷款出借方主要的担忧是不要为坏账付出代价,那么现在他们的主要目的就是盈利,因此企图尽可能多地产生按揭贷款。现在贷款的风险已经成了别人的包袱,比如那些聪明的投资银行家、交易商和清醒的投资者们。

证券化的过程由按揭贷款出借方将按揭贷款出售给第三方机构开始。此类第三方机构可能是私营领域内的银行,比如美国国家金融服务公司(Countrywide Financial)或雷曼兄弟公司,或者房利美和房地美这样的政府特许机构(Government-Sponsored Entities, GSEs)。这些机构收集大量按揭贷款,并将性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

质相近的贷款包装成按揭支持证券。由于息票支付和本金支付均是针对按揭贷款的，因此它们也被转移到按揭支持证券的持有者身上。

按揭支持证券持有者也不会一直将按揭贷款保留在手中。它们被重新打包，再出售给其他投资者，后者也许会选择持有，也许又再次打包出售给别人。在购房者们毫不知情的情况下，他们的家以复杂精巧的方式被多次买卖，尽管房产证上的名字从未变更过。房地产的价格最好永远涨下去，否则按揭支持证券的最后一批购买者将血本无归，事实上也正是如此。

次级贷款和其他贷款者

并非所有的按揭贷款都一样。根据按揭贷款的签发标准以及贷款人的信用历史，所产生的按揭贷款也各有不同。大致上，按揭贷款可分为以下四种：

● 优质抵押贷款(Prime Mortgage)。指贷款金额、首付款、贷款人收入状况、贷款人信用历史和房地产状况均符合房利美和房地美所制定标准的抵押贷款，属于合格贷款。

● 次级按揭贷款(Subprime Mortgage)。指贷款人信用记录较差、不符合标准的按揭贷款。

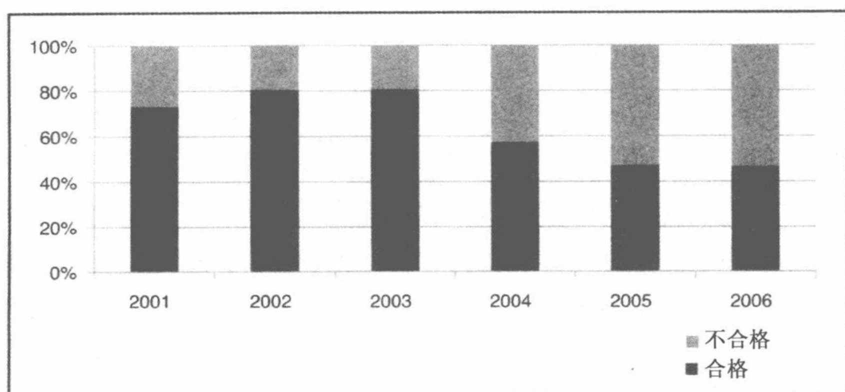
● 次优级按揭贷款(Alt-A Mortgage)。指贷款人信用貌似良好，但无法提供收入证明，或者首付金额很少甚至完全零首付的按揭贷款；此类贷款有时被称为“骗子贷款”。

● 珍宝贷款(Jumbo Mortgage)。又称巨额按揭贷款，指贷款金额超出市场普遍认可的 417 000 美元上限的巨额按揭贷款。

房地产热潮初期，大部分按揭贷款都是合格贷款。2001 年，合格按揭贷款占全部按揭贷款总额的 68%；在不合格贷款中，也仅有 39%转化为按揭支持证券。到 2006 年，比重完全颠倒了：59%的按揭贷款均为不合格贷款，其中 96%转化为按揭支持证券。

2001 年，按揭支持证券保险总计 1.3 万亿美元，其中 73%均符合相关规定。到 2006 年，按揭贷款保险总额骤涨了 53%，但合格贷款占有率却下跌了 16.8%，这么大的差距都是由不合格按揭贷款造成的。相较于 2001 年的 2 400 亿美元，此时的不合格按揭支持证券保险已经翻了四番，达到 1 万亿美元，占所有按揭支持证券保险的 53.3%(见图 3.2)。

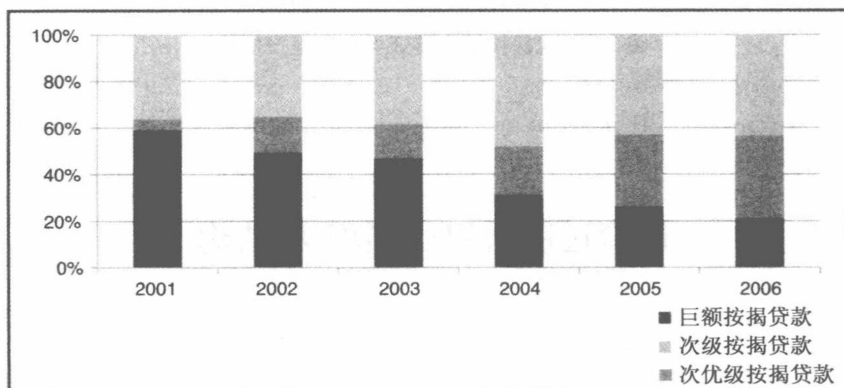
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源:Inside Mortgage Finance。

图 3.2　按揭贷款保险

在所有不合格按揭贷款中,次级贷款相较 2001 年的总量骤升了 415%,占全部不合格贷款保险的比重也从 2001 年的 35%上升到 43.4%(见图 3.3)。加上次优级贷款,2001～2006 年间,以信用不良贷款者的按揭贷款为抵押的按揭支持证券保险上升了 727%。2001 年,此类贷款仅占全部贷款的 7.4%,到 2006 年房价高峰时,不合格贷款比重已达 42%;在全部不合格按揭支持证券中,次优级和次级贷款占 79%。



资料来源:Inside Mortgage Finance。

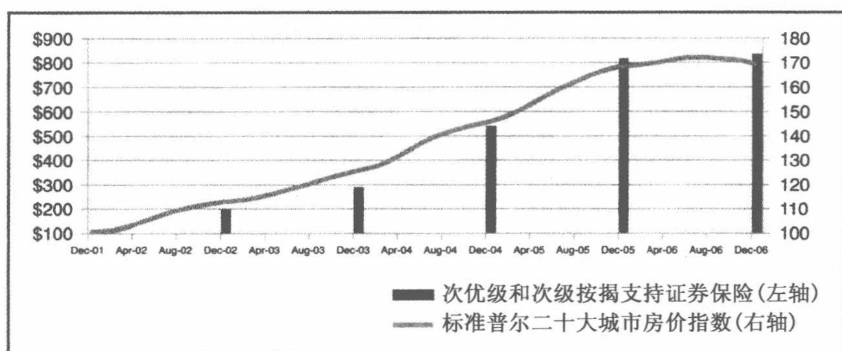
图 3.3　不合格按揭支持证券保险

实际上,按揭支持证券的增长完全来自次优级和次级按揭贷款的增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2001～2006 年间,次优级和次级按揭贷款总共增长了7 150亿美元,而按揭支持证券保险的增长幅度仅为6 100亿美元。

图 3.4 依据 2001～2006 年间标准普尔二十大城市房价指数,展示了这段时间房地产价格的增长和次级及次优级按揭支持证券保险的增长。这些变化环环相扣:银行扩大对信用记录不良的购房者的按揭贷款,因此带来更多边缘购房者,又带来了更多对房地产所有权的需求。但值得注意的是,2005～2006 年间,无论是房地产价格还是按揭支持证券保险均持平。房地产价格的飙升停止了,次优级或次级保险虽然希望继续推动增长,但是 2006 年在前一年的水平上只增长了 2.1%。



资料来源:Inside Mortgage Finance,S&P/Case-Shiller。

图 3.4　次级按揭支持证券和房地产价格

华尔街和货币宽松政策所创造的假象繁荣也就到此为止了。

风险过度累积:倒金字塔结构

房地产业的证券化也不仅仅拘泥于按揭支持证券一种形式。

类似住房按揭贷款,其他各种债务,诸如商业地产债券和公司贷款也成了证券化的对象。这些证券化的贷款被称为资产支持证券(Asset-Backed Securities,ABS)。

证券化的下一步就是将按揭支持证券和资产支持证券打包成债务担保凭证(Collaterized Debt Obligations,CDOs)。债务担保凭证是由包含按揭支持证券在内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的其他多种证券所支持的。每张债券或者CDO的每一份代表着相应资产的一部分。为吸引风险偏好各不相同的投资者，债务担保凭证按其风险程度和收益性质可分为多种。评级最低的债券的投资者吸收第一笔损失，直到其额度耗尽；余下的损失则由评级稍高的债券的投资者吸收；以此类推。评级最高的债券的投资者不会遭到任何损失，除非评级低于他的投资者全军覆没。六段式债券分为六个部分或六个级别。这也说明了为什么债券中处于最高一级的能够从评级机构获得3A级评分。债务担保凭证中最典型的一种情况是，即使是由次级按揭贷款作为抵押的按揭支持证券所支持的债券中，也有一大部分能够获得最高的评级。

债务担保凭证有可能包含其他债务担保凭证支持的证券，甚至包含那些由评级最低的按揭支持证券转化而来的证券。整个证券化的体系就如同一个金字塔，越是处于上层的CDO的衍生物所获得的评级，同其所关联的资产越不相干。由此按揭支持证券变得异常复杂，使得人们产生的困惑足以令其忽视这种体系中蕴含的风险。如果一种CDO包含其他CDO作为支持，那么可称之为CDO平方(CDO-square)。CDO平方既可以是现金流量型，也可以是合成型。现金流量型CDO平方包含其他CDO，后者有可能由一组债券作为支持。而合成型CDO平方并不真正包含按揭支持证券或其他CDO，而是以信用违约掉期(Credit Default Swaps，CDSs)作为支持。合成型CDO通过CDS与相对应的标的资产联系起来。

如果上述种种听起来非常复杂、令人困惑，那是因为它们就是这么复杂。债务担保凭证因其价值难以评估而臭名昭著，就算在市场最好的时候，也难以给CDO进行市场定价。据说，即使用上克雷(Cray)超级电脑模拟CDO评级最高的5个级别，也要花去整整48个小时，更别提再次一级的和风险最高的级别。[1] 正因为CDO蕴含极大的复杂性，因此交易商们往往依赖各种指数对其所交易的CDO进行价值判定，并不估算标的资产的真正价值。他们常用的指数包含次优级抵押贷款衍生债券综合指数(ABX)、商用不动产证券指数(又称押宝指数，CMBX)、投资级公司贷款指数(CDX)、信贷衍生品指数(LCDX)等。上述指数的建立是为了反映一揽子证券的特定种类和评级水平。例如，ABX由次级按揭贷款支持的信用违约掉期组成，而CMBX则由商业房地产按揭贷款支持证券衍生而来。每一个指数都被进一步细分为多个次级指数，例如，一个ABX可

[1] Shah Gilani, "The Credit Crisis and the Real Story Behind the Collapse of AIG," Money-Morning. com.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能包含20个信用违约掉期,后者又基于标的物为AA评级债券的次级房屋贷款。国际清算银行(Bank for International Settlements)信用风险委员会的一份报告中指出:

2005年报告后,债务担保凭证和信用违约掉期产品日益复杂化,参与其中的投资者构成日益多样化,使得信用评级机构的影响力日益增强。尽管部分投资者缺乏独立评估上述复杂金融产品所蕴含风险的能力,却盲目进入该市场投资。除了依赖评级,这些投资者几乎从不进行独立的风险分析。2005年报告中也提出并讨论投资者缺乏独立风险评估能力、完全依赖评级机构的现象,但自那以后该现象似乎越发普遍。[1]

对他们所说的这种"信用衍生物"进行交易,是不受管制的。作为交易者的公司和银行未必总能弄明白一个信用违约掉期的具体内容。各大银行的交易者整天通过电子邮件来往进行出价,他们的顾客必须从成堆的电子信息中理出有关市场实际情况的头绪。[2] 没有任何公共记录可以确认各方参与者都能确保自己承担起相应的责任。法律没有规定信用掉期的出售者拨出任何资产确保可能产生的CDS责任,也没有任何行业标准;纯粹依靠各方之间的谈判。著名的乔治·索罗斯(George Soros)指出:"这种现象就像一把利剑悬在人们头上,随时可能掉下来……在毫无监管机制的情况下,竟然仍有这般规模的市场肆意发展,这简直不可原谅。"他还说,掉期市场一旦出现问题,产生的连锁反应足以引发下一次全球性的金融危机。[3]

债务担保凭证的存在使得按揭贷款出借方可以将自身承担的风险转嫁到投资方机构和个人身上。但是,与现金流量型CDO有所不同,合成型CDO并无相关联的资产作为保障;通过信用违约掉期,投资者赌的是相关联的CDO资产价值的涨跌。在信用违约掉期交易中,卖家售出针对投资组合相关联资产的信用保护,收取该投资组合产生的现金流,降低在信用违约掉期中需要支出的融资成本。因此,理论上,CDS应当是针对出现信用违约而设定的保险措施。

---

[1] Basel Committee on Banking Supervision, The Joint Forum: Credit Risk Transfer, "Developments from 2005 to 2007," Bank for International Settlements, April 2008. http://www.finanicalstabilityboard.org/publications/r_0804c.pdf? noframes=1.

[2] "Credit Default Swaps Losses Estimated at $150 Billion," NakedCapitalism.com, May 20, 2008. http://www.nakedcapitalism.com/2008/05/credit-default-swaps-losses-estimated.html.

[3] David Evans, "Hedge Funds in Swaps Face Peril with Rising Junk Bond Defaults," Bloomberg.com, May 20, 2009. http://www.bloomberg.com/apps/news? pid=20601109&sid=aDFGw7GYxY14&refer=home.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现实社会中，保险合同总是在保险公司和被保险者之间订立的。但在华尔街，信用违约掉期合同的签订双方很可能与按揭支持证券的相应资产组合毫无关系。与证券期货合同和同类衍生物类似，CDS 的买方和卖方投资针对的仅仅是相应资产组合的未来价值变化。买方希望资产组合的价值减少，使得 CDS 的保险价值上涨；而卖方则希望出现相反的情况。值得注意的是，任何两方都可以针对同一个资产组合设立 CDS，只是这些不同的 CDS 合同会分别适应买方和卖方的不同要求。因此，诸如贝尔斯登和美国国际集团旗下，对同一组资产组合，可以与不同的买家和卖家签订多个合同，每个合同条件不一：这就像赌马时，同一匹赛马身上可以有很多人同时下注，赌注大小也不一。另外一点是，CDS 的成本类似保险合同中的保费，在初期非常低（不到其对应的资产组合理论价值的 1%），在保费上涨前，也就是在债券出现问题前，受惠的永远是买方，而卖方利益总是受到损害。那么对于买方而言，预付费相对潜在利润来说几乎可以忽略不计。而对于卖方来说，债券组合的 3A 级评级则仿佛是一个保险栓，几乎是天上掉馅饼的好事儿。靠着出售信用违约掉期产品，美国国际集团旗下的 AIG 金融产品公司（AIG Financial Products）为 AIG 带来了盈利猛涨的可喜局面，也最终导致了这个保险业巨头的垮台。

信用违约掉期意味着巨大的获利潜力和机遇，这些 CDS 的名义价值总值可能是相对应的按揭支持证券和其他债券组合的总价值的几倍，而且 CDS 交易中各方参与者均有获得巨大利益的机会。

一位市场分析员对 CDS 的交易和获利潜力进行了发人深省的描述：

市场随时可能陷入信用危机，投资者可以明确指出金融产品所蕴含的风险/回报，银行负责生产“原材料”（债券、按揭支持证券等）并将其投资组合的风险/回报率扭曲（此处强调），然后向其客户输出新的产品……中期来看，地区性银行和规模较小的银行主要负责产生风险（尤其是通过贷款），经纪公司和投资银行则主要关注交易的形成。分销的负责人则囊括从大银行到保险公司在内的各种各样的市场参与者……[1]

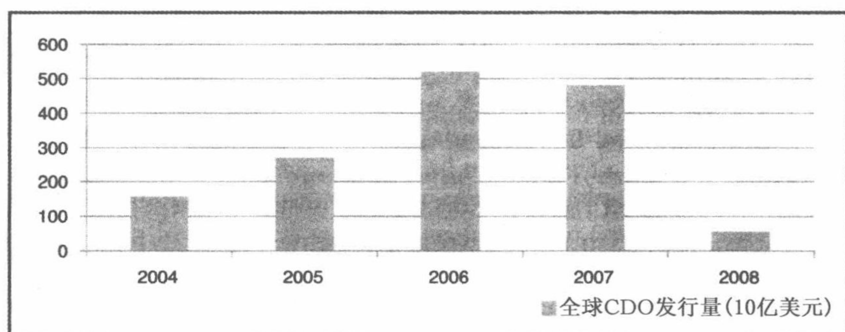
恐怕即使用“点石成金”和“庞氏骗局”这样的词语，也不足以描绘 CDO 和 CDS 的结构以及它们酿成的大祸。

---

[1] “Collaterized Debt Obligations Market,” Celent Consulting, Paris, October 31, 2005. http://reports.celent.com/PressReleases/20051031/CDOMarket.htm.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

鉴于债务担保凭证巨大获利潜能带来的诱惑，截至 2008 年金融市场崩溃前，各种规模的金融机构均发售了大量的此类证券。据《财富》杂志统计，到 2006 年 6 月，美林持有的次级贷款 CDO 和按揭支持证券累计价值达 410 亿美元。[1] 贝尔斯登持有 400 亿美元左右的按揭证券，其实际价值几乎一文不名。[2] 总体来看，2006 年全球 CDO 发行量总计达到 5 200 亿美元，2007 年则为 4 810 亿美元，而 2008 年，CDO 发行则进入停滞期(见图 3. 5)。



资料来源：ISDA。

图 3. 5　全球 CDO 发行量

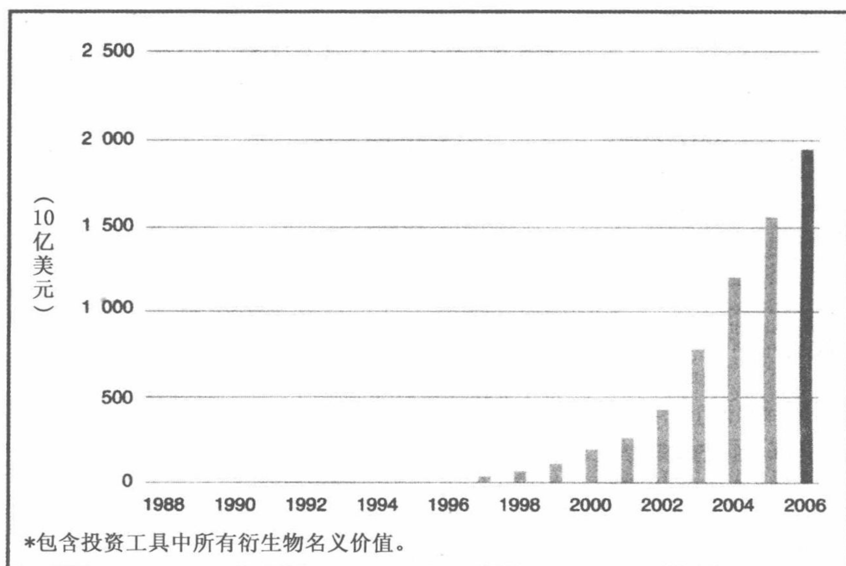
通过信用违约掉期，作用在上述证券上的杠杆进一步加强了房地产价格和华尔街交易之间的联系。如图 3. 6 所示，与 10 年前几乎不存在 CDO 的情况不同，2006 年房地产价格达到高峰时，根据赛讯咨询公司(Celent Consulting)估算，未偿付 CDO 总价值高达 2 万亿美元。而根据信用衍生物主要交易商国际掉期交易协会(International Swap and Derivatives Association, ISDA)统计，此时信用违约掉期的名义价值则达到 34 万亿美元。截至 2007 年末，CDS 总值已攀升至 62 万亿美元，比全世界各国国内生产总值之和还高，也是 2001 年 CDS 总价值的 100 倍以上。总体来看，2007 年美国股市峰值时整个股市的价值也才 14. 4 万亿美元，这些模糊的证券价值是股市的 4. 4 倍，整个按揭市场的规模只有 7 万亿美元，作为上述证券的资产支持，按揭市场的价值在这些证券面前显得非常渺小。保险业巨头美国国际集团一家就持有价值 4 410 亿美元的按揭支持证券相关 CDS 以及其他

[1] "25 People to Blame for the Financial Crisis," http://www.time.com/time/specials/packages/article/0,28804,1877351_1877350_1877344,00.html.

[2] "25 People to Blame for the Financial Crisis," http://www.time.com/time/specials/packages/article/0,28804,1877351_1877350_1877344,00.html.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司债券等。随着证券的贬值和 CDS 的升值,作为 CDS 卖家的美国国际集团不得不将更多资金作为担保物。尽管美国国际集团的核心业务——保险业务——依然是盈利的,但是与长期资本管理公司一样,美国国际集团也没有足够的资金来支撑所持有的 CDS,它的无力将导致与它签订 CDS 合同的其他公司——往往是诸如高盛银行、摩根士丹利这样的金融机构——也陷入财务危机。



资料来源:Celent Consulting。

图 3.6 全球债务担保凭证市场估算规模

于是,原本无害的房地产按揭贷款被分割、分割再分割,转化为风险投资工具,又一层层地包装成一个庞然大物,全然不顾它的底基是多么弱小。整个系统就如同一座巨大的倒金字塔,由按揭贷款借贷人不牢靠的信用和过度膨胀的房价所构成的底基十分脆弱。然而,监管者不知怎么却并未意识到这座纸牌屋一样的倒金字塔十分危险,底基的一点点小波动就会导致整体的崩溃。不过不要紧!对于华尔街来说,这是一个赚大钱的好机会。

美国联邦储备局前主席格林斯潘(Greenspan)对华尔街此项创举大加赞扬。在芝加哥联邦储备银行(Federal Reserve Bank of Chicago)第 41 届银行结构年会(Annual Conference on Bank Structure)上发表的有关风险转移和政策含义的讲话中,格林斯潘主席表扬了信用衍生物所带来的利润。他在讲话中提到:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

衍生物产品持续猛涨，这是其带来大量好处的最明显的证据……衍生物使得金融风险得以细分化……由于风险得以细分，因此可以从共同潜在风险因素来分析各种金融工具，而且可以在投资组合的基础上来管理风险。

格林斯潘充分认可：

……如果衍生物的风险不得到有效控制，那么衍生物带来的好处，无论是对各个金融机构还是对金融体系和整体经济，都将遭到破坏，甚至导致金融系统的不稳定。尤其要注意的是交易对手信用风险的管理……两年前，对于衍生物市场中交易风险高度集中的迹象，我曾表示过很大的担忧。当时被认定风险集中度最高的几大市场中就包含美元利率期权市场。伴随着固定利率按揭支持证券在美国市场中的增长，也随着管理与上述金融工具相关的提前偿还风险的投资者持有按揭支持证券的比重日益增大，风险高度集中的市场规模也日益增大，重要性日益凸显。

格林斯潘，这位前美联储主席同样承认：

……国际清算银行的数据表明，衍生物交易商以柜台交易方式(OTC)售出的美元利率期权名义价值已经超过被购买的期权总价值。

但是，无须担忧，他做出了安抚性的保证。美联储已经找相关交易商谈过了！

毫不意外，仅仅在名义价值的基础上所作出的风险分析是极具误导性的。根据美联储成员去年对交易员进行的访问结果，就利率变化的敏感度而言，尤其是在利率出现波动和变化时，交易员普遍保持了较全面的记录。交易员出售的期权条款对利率波动的敏感度普遍低于他们所买进的期权。因此，为了保证他们的期权投资组合对利率波动的敏感度整体较低，交易员售出的期权名义价值应当高于他们的买入价格。

鉴于交易员售出和购入的期权条款有显著差异，他们确实承担了大量的基差风险，当利率波动较大时，他们所采取的对冲策略将基于期权市场的流通性而定。总而言之，此类风险受到严密监控，并有各种内部控制措施进行限制。一旦期权市场中的流通出现停滞，交易员可能遭受惨重的损失；但是他们的控制措施足以令他们避免遭受过重的损失，不至于对如此大规模、多样化的中介组织造成威胁。

除由极少数 AAA 评级的交易员操作的项目中，是经双方协定一个违约担保的临界量，大部分情况下，OTC 衍生物市场的投资者一般只与外界认可的信用优秀的交易对手进行交易，订立针对收益和损失的违约轧差的法律协议，以此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理交易中产生的交易对手信用风险。美联储职员访问过的美元利率期权市场中的所有主要参与者均遵循上述规则。尤其是违约抵押担保的使用，是限制交易对手信用违约风险的有力武器。

然而，当交易对手在非流动性市场中持有大量净头寸时，就像长期资本管理公司这个对冲基金业巨头在1998年时的处境那样，那么违约担保物在缓和风险方面的作用将大幅度削弱。这种情形下，未出现信用违约的一方一旦向信用违约方寻求出清头寸，这些举措将会导致市价迅速波动，产生的损失成倍放大，甚至比最保守的担保条款还要严重。但是同LTCM相比，交易员一般会控制他们在市场中的未平仓净额的规模，即使他们的总头寸往往远超LTCM的总头寸数额。因此，在控制交易对手风险集中度方面，对交易商接触部分使用担保物显得卓然有效。

我们如此信任美联储，甘愿将我们的财产和毕生储蓄都交出去！

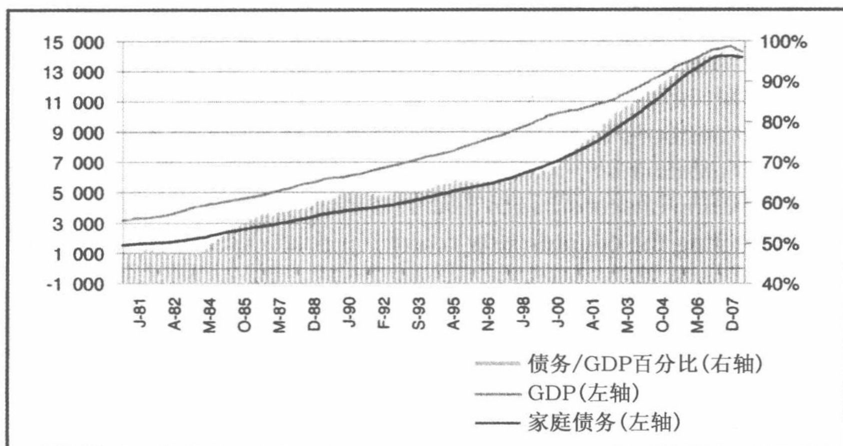
家庭财产作为举债杠杆

在通过杠杆举债经营而致富的道路上，为了不让大型投资机构一枝独秀，美国家庭依靠从银行到信用卡签发商的各层借贷者，进行了前所未有的大规模借贷，将他们的家作为担保物。从2000年经济衰退之初到2007年底，美国家庭的债务翻了两番，高达14.3万亿美元。其中73%是由按揭贷款构成；2.5万亿美元则是消费者信用产生的债务，其中包括循环信贷产生的债务。值得注意的是，尽管时逢经济萧条和金融危机，住房按揭贷款和消费者信用贷款却都继续保持增长的势头，直到2008年底，按揭贷款和消费者信贷才出现了少量回落。

为了评估上述债务包含的杠杆举债的总数额，我们只需要看看图3.7中家庭债务对国内生产总值的百分比的增长。从1991～1992年间的经济萧条到2000年家庭债务对GDP百分比，由62%涨至68%，增幅接近10%。截至2007年底，家庭债务占GDP的比重飞涨至100%，此后至2008年结束时，由于GDP在2008年第四季度以6.8%的速度下跌，家庭债务占GDP的比重并未出现太大变动。（图3.7中，债务数额不包括信用贷款、赊购债务和保险年费；这三项总计占GDP的4%。）短短不到10年的时间中，家庭使用杠杆举债的数额飞涨了47%。

家庭债务的增长不仅与国民收入的增长紧密相关，也与家庭额外借贷的能力有关。如图3.8显示，2001年，经济萧条刚刚结束，随着房价的上涨，家庭债

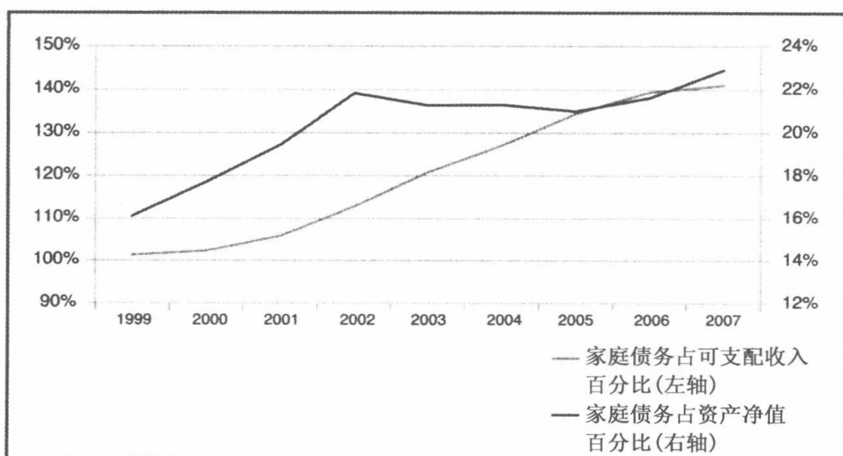
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：Federal Reserve Bank of St.Louis。

图 3.7　家庭债务和国内生产总值

务也开始增多，此后又伴随着股票价格的上涨，也出现了家庭债务的增多。最初在 1999 年时，家庭债务只占资产净值的 16%，是家庭可支配收入的 1 倍，然后到 2007 年，家庭债务占资产净值的比重已上涨至 22.9%，而在 2008 年的第一季度，又再度上涨至 24%，总增幅达 49%；截至 2007 年底，家庭债务已达到可支配收入的 1.41 倍，但在 2008 年第一季度稍稍下跌，保持 1.39 倍的水平。



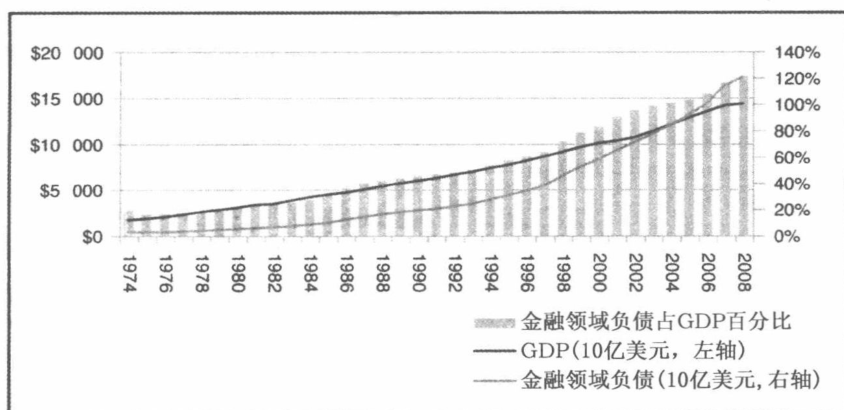
资料来源：Federal Reserve Board，FFA，Table b102。

图 3.8　家庭债务：占资产净值和可支配收入百分比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杠杆经济

仿佛对按揭支持证券进行层层杠杆举债还不够似的，各大银行又开始将自身的资产用作杠杆经营。随着金融危机的推进，金融机构所负担的债务从 2000 年的 8.1 万亿美元翻了一番，达到 2007 年的 16.2 万亿美元（见图 3.9），同期按揭支持证券也从 4.9 万亿美元涨至 10.5 万亿美元，步调基本一致。在这个过程中，短短 10 年的时间，十大银行控股公司的债务—资本比率总体从 14∶1 跃升至 21∶1。各大投资银行通过资产进行举债经营的情况明显更为严重，债务—资本比率高达 30∶1。[1] 这些数据代表的是各对冲基金的杠杆举债比率，虽然还未达到 LTCM 的程度，但已经达到自身承受范围的极限。



资料来源：Federal Reserve Board，FFA，Table d3。

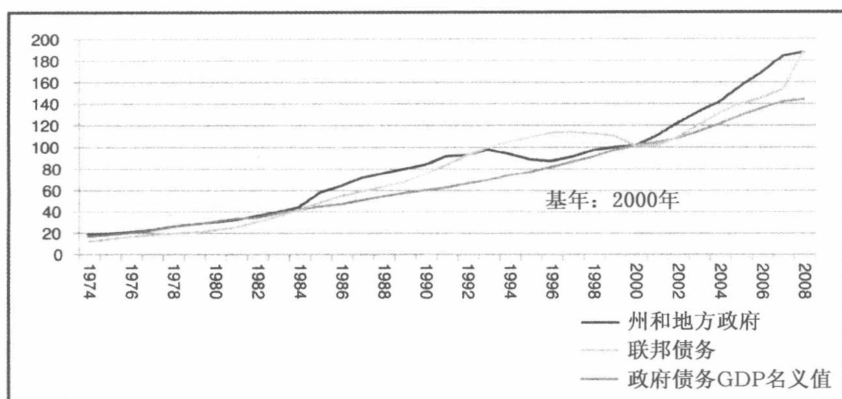
图 3.9　金融领域负债

联邦债务在 20 世纪 90 年代中期趋于平稳，直到 2002 年前均保持稳步下降。但是，当时由于减税和政府开支等因素，联邦财政赤字暴涨，使得联邦政府负债远超国内生产总值的增长幅度。同样，州和地方政府的借贷及债务也在 20 世纪 90 年代趋于平稳，但 2000 年后又开始疯狂加速，甚至远超联邦政府债务上涨的水平（见图 3.10）。

---

〔1〕“Collaterized Debt Obligations Markets.”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：Federal Reserve Bank，FFA，Table d3。

图 3.10 债务增长：联邦、州和地方政府

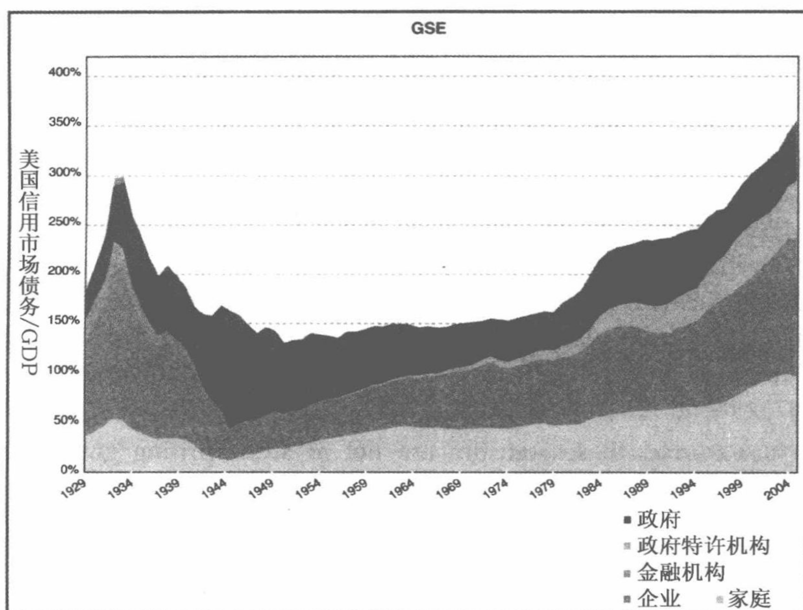
如上所述，2000 年后，美国经济各领域的债务上涨速度加快，远超 GDP 增长速度。而直到 20 世纪 90 年代初期，整体经济中过量借贷主要来自公共领域的债务，而金融机构的债务并未超过 GDP 的增长。随后的 10 年中，联邦政府致力于减少财政赤字，债务的增长则主要来自金融领域。2000 年开始，整体形势发生了极大的变化，所有领域的债务增长均跑在了 GDP 名义值增长速度之前。从 2000 年到 2008 年，金融领域债务至少翻了一番，非金融领域债务增长了 1.85 倍，公共领域债务则增长了 1.87 倍。

当然，联邦预算赤字在不断上涨，金融业利用按揭保险进行杠杆经营，家庭债务在这 10 年中不断积累，结合种种情况，前文中的数据也就不那么令人吃惊了。但是，这些数字依然说明了一点：美国经济整体负债累累。不像从前，大肆消费并债台高筑的只有联邦政府，私人领域的债务增长幅度基本能维持与 GDP 名义值增幅相近的水平。金融危机来临前，美国经济各个领域纷纷进行杠杆举债经营，债务增长速度远超 GDP 的增长速度。借贷消费使得美国的总债务甚至超过了 1929 年美国经济大萧条时的水平。图 3.11 就反映了这一点。

因此，美国经济整体均使用杠杆负债经营——而且债务还在不断累积。美国经济中也没有任何一个领域有钱借给别的领域——只有外国政府能！

确实，美国联邦政府债务大部分主要由外债构成。如图 3.12 所示，2009 年 3 月，美国国库证券的 48.6%都在外国企业和政府手中。中国是美国的最大债主，

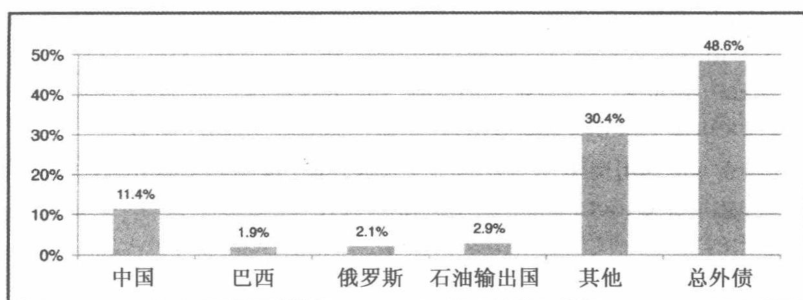
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：Various；Courtesy of Morgan Stanley。

图 3.11　美国信用市场总债务占 GDP 百分比

持有 11.4%国债；再加上俄罗斯、巴西和几大石油输出国，总共持有 18.3%的美国国债，金额达到 12 249 亿美元。这与日本政府债务的分布情况形成鲜明对比。



资料来源：U.S. Treasury Department；Federal Reserve Board，FFA，Table d3。

图 3.12　持有美国国债的国家

国际货币基金组织（IMF）的数据显示，日本经济 20 年衰退的过程中，政府债务稳步上升，但初始水平比较低。在 1990 年，政府债务只达到日本国内生产总值的 15.2%。10 年后，由于日本使用大量财政手段对经济进行刺激，日本政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

府债务涨至之前的4倍，达到了GDP的60.4%。2008年全球金融危机前夕，日本债务对GDP的比率进一步攀升至80.4%。但是，日本的债务多数来自国内资金，只有7%左右是外债。[1] 日本政府债券中的9%由日本银行持有，后者通过发行新货币，有效地支撑了政府的债务。日本退休民众也起到很大的作用，公共和私人退休基金加起来持有15.5%的国债，几乎是以零利率支持了政府的债务。日本家庭则持有另外5.2%的国债，各大银行是最大的债主，总共持有约40%的日本国债，其余国债则在各保险公司手中。以这种方式，日本无须依赖外国债主，相较于美国，日本在支持自己的债务方面更有弹性。

而且，日本还需要应对穆迪投资评级机构(Moody's)和标准普尔降低日本国家主权风险评级的极大耻辱。以日元标价的日本国债的评级原为3A级水平，却屡遭评级机构降级处理。2002年，穆迪一度将日本国家主权风险评级降至A2，与以色列、希腊和南美同级，甚至低于智利等其他小国家。同时，标准普尔将日本国家主权风险评级定为Aa-，但是，与穆迪不同的是，至少标准普尔没让日本这个全球第二大经济体沦为与南非同级的水平，比博茨瓦纳还低。对于日本降级一事，穆迪的说法是："无论以何种计算方式，日本政府的总负债额都将达到战后发达国家中从未出现过的水平，日本将陷入未知的局面。"[2]怎么会出现这种情况？日本的评级甚至低于一半民众还生活在贫困线以下的非洲小国。2009年5月，穆迪又再度修改了日本的本地和外国货币债券评级，将其从Aa3提升至同一标准的Aa2水平。做出上述变动时，穆迪强调：

……日本还有相当强的实力。这包括多方面的优势：日本国内还有大量储蓄；日本国内金融机构和机构投资者有明显的国内投资倾向；日本国债中的外债比率相对较低；以及日本政府持有的1万亿美元外汇。穆迪相信，尽管债券发行量创历史纪录，但日本的国内市场将吸收这些债券，为政府提供资金以实施经济刺激计划。但是，这一评级依然如实反映了日本高负债所蕴含的风险，如果经济震荡或不平衡发展诱发利率剧增，则该国财政的处境将显得尤为脆弱。[3]

---

[1] "Risk Transfer and Financial Stability," Remarks by Chairman Alan Greenspan to the Federal Reserve Bank of Chicago's 41st annual conference on bank structure, May 5, 2005. http://www.federalreserve.gov/Boarddocs/Speeches/2005/20050505/default.htm.

[2] Speech by Thomas M. Hoenig, President, Federal Reserve Bank of Kansas City, January 7, 2009.

[3] "Japan's Debt Financing Program Carries Distortion Risks," Oxford Analytica, June 29, 2009. http://www.oxan.com/display.aspx? StoryDate = 20090629&ProductCode = APDB&StoryNumber = 2&StoryType = DB.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新的现状

曾经将次级贷款支持的有毒证券评为3A级别的评级机构，这次可能会带给美国同样尴尬的遭遇。根据《金融时报》(*Financial Times*)的报道，2008年时，穆迪曾表示："……从现在开始的10年内，我们将非常严肃认真地审视美国是否依然是3D信用级的国家。"[1]美国不仅是世界公认的安全避风港，也是世界流通最广的货币持有国，这样一个国家的主权评级竟然比不过不够资质的按揭贷款人的次级贷款支持的不良CDO的评级，简直就是天方夜谭，但是这并非不可能发生，要知道，评级机构都有它们自己的一套方法和逻辑。

评级机构已经将日本的主权评级下调过了，一位日本评论员认为这是"打脸"行为，而现在评级机构如果要对美国的主权评级进行调整，美国金融领域中闻所未闻的大规模举债经营的状况就是充分的论据。穆迪已经公开宣称："美国已经失去了在3A级范围内的高度。"[2]标准普尔于2009年中期将英国的评级展望从"稳定"下调至"负面"。正如我们在本章中所讨论的，无论在任何领域，美国经济整体充斥着杠杆举债经营，风险大量累积，很大程度上美国依赖外国债主的慷慨借贷来维持生计，而且这些外国债主并不全是友好同盟国。鉴于这一点，评级机构会十分抗拒说美国有"……大量国内存款，美国国内金融机构和机构投资者有明显的国内投资倾向性……"，也不会认为"美国的国内市场将吸收国家所发行的债券来为政府提供资金实施经济刺激计划"。

笼罩美国经济和股市的是全新的一幕。我们将在下一章进行详细阐述。

---

〔1〕 Sumie Kawakamie, "Economic Bondage," *Japan Inc*, Summer 2002. http://www.japan-inc.com/article.php? articleID=870.

〔2〕 "Moody's Unifies Japan's Government Ratings at Aa2," *Global Credit Research*, Moody's Investors Service, May 18, 2009. http://www.jfm.go.jp/en/rating/pdf/en-moody090518.pdf.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章 新经济现状

正值股市欢呼庆祝本国银行在 3 月份到达低谷之后迎来新的高度并重新获得稳固坚实态势之际，通用汽车在 2009 年 6 月申请破产。仅仅在一年之前，通用汽车还被认为是世界上最大的汽车制造公司！

仅仅一两个月之前，通用汽车的首席执行官里克·瓦格纳(Rick Wagoner)还坚定地称本公司有机会东山再起，排除了一切寻求联邦《破产法》第 11 章保护的可能性。他很快就遭到新就职的美国总统解聘。新来的首席执行官韩德胜(Fritz Henderson)精明地表示，他可以预见，对于通用公司而言，并不排除寻求破产保护的可能。然而他也闪烁其词，他说："要是我们需要申请破产保护，我们也要保证做得干脆利落。我今天一定不会如此去做，但是一旦需要如此，我们必然已经准备充分。"〔1〕

对于此人，我仅能表示无限同情。

曾经同为美国经济的基石，如今这三大汽车制造商只沦为往日风光背后的影子。当通用公司还在苦苦挣扎着试图摆脱那不可避免的命运时，在这三家中排名第三的克莱斯勒公司已经破产，并且期望成为意大利菲亚特公司(Fiat)的

---

〔1〕 Associated Press, May 10, 2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分公司(后来它的确做到了)。而因为其低劣的质量,菲亚特的汽车早已经从美国的大街小巷上消失几十年了。美国汽车制造行业硕果仅存的也只有举步维艰的福特汽车了。福特公司因 315 亿美元的债务而荣登穆迪的最低评级榜单。据福特公司美国区的总裁马克·菲尔兹(Mark Fields)表示,该公司如今正全力以赴想一改往日"只生产卡车和 SUV 系列汽车的作风",而成为一个"具备全面的生产线的公司,生产包括高品质、低能耗的小型汽车以及混合动力车和纯电动汽车"。[1] 福特公司早些年就应该采取这样的举措了,此时需要它们来拨乱反正的事还真不少。

现在全球汽车生产领域只剩下一小部分生产高端汽车的欧洲制造商了,高效的日本和韩国生产商们紧随着他们的步伐。然而,鉴于世界上最大的汽车市场可能很快由美国转移到中国,即使这些欧洲汽车生产商的地位也变得朝不保夕了。据预期,中国的国内汽车生产量将达到 1 000 万辆,即使在全球经济低迷的时期,与上一年相比也能维持 10%的上涨幅度。

同时,美国正在依靠"旧车换现金"计划来刺激国内汽车的需求。结果显示,该计划共计花费 30 亿美元,主要受益人却是国外生产商。该计划中位于前列的 10 款车型中,有 8 款是日本制造。福特有 2 款车型——福特福克斯(Fox)和福特翼虎(Escape)——分别位于第四和第十。[2] 德国推出了总价值 75 亿美元的"旧车换现金"计划,美国几乎是全盘照抄了该计划。德国联邦统计局估计,该计划使个人消费产生 0.1%的稳定增长;如果没有该计划,消费会下降 1%,经济会更加低迷。然而,该计划的成功可能在未来几年导致汽车产业的销量下跌。德国汽车行业里一家广受尊重的咨询公司最近的一项研究显示,2010 年德国汽车销量下降 20%多,相当于 2011 年末该行业中有 90 000 名从业者失去了工作。[3]

作为销量领导者和销量保持增长的市场,中国在决定汽车种类上有很大的发言权。这些汽车用来满足数量日益增长的 20~30 岁的年轻人作为身份象征的需求。不幸的是,这些汽车一定不会是"底特律三巨头"过去生产的车型:未售

---

[1] Associated Press, May 6, 2009.
[2] Judith Burns, "'Clunkers' Lifts Foreign Cars," *The Wall Street Journal* (August 27, 2009): B9.
[3] Geoffrey T. Smith, "Germans Debate Car Trade-In Program," *The Wall Street Journal* (August 31, 2009): B3.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出的汽车变成了油迹斑斑的破铜烂铁，成堆地积压在汽车经销商的未售出汽车停车场中，其中上千家汽车经销商已倒闭。中国快速增长的汽车市场由低于1.6L的车型占据主导地位，而这些车在美国高速公路上却是几乎不存在的。而且现在越来越多的汽车采用的是电动或混合发动机，并非传统的燃油汽车。

在运用这种新型动力技术方面，中国公司已经取得了一个较具优势的地位。尽管大众(Volkswagen)、现代(Hyundai)、丰田(Toyota)、本田(Honda)和日产(Nissan)在中国仍位居销量榜的前五名，其中前四名均是与本地老牌国有企业进行合资的企业，像上海汽车工业集团(Shanghai Automotive Industry Corp)，一些当地公司正在崭露头角，来势汹汹。其中有些新兴企业，像奇瑞汽车有限公司(Chery)、吉利汽车控股集团有限公司(Geely)和比亚迪汽车有限公司(BYD)，都充满雄心壮志。最后值得一提的是总部位于深圳的一家电池制造公司，该公司生产了世界1/4的手机电池。如果曾经的美国三巨头或者它们中如今尚存的仍具竞争力，它们也不得不克服中国公司的“后起之秀”们在绿色科技方面有利的开端和市场优势，并且不得不面对它们在世界快速发展的小汽车市场上的优势地位。

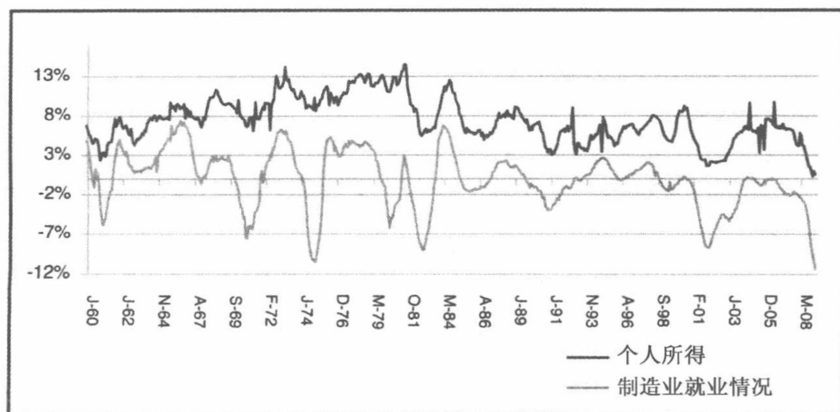
从三巨头中几乎看不见绿色科技，而日产期望开发一款零排放、价格适合的电力汽车，并计划于2010年在日本和美国上市。随后其他日本汽车生产商和一家中国公司先后在美国销售电力汽车，而美国只有一家小运动跑车公司，据说到2011年才有电力汽车的雏形。

由于一系列不利的因素，包括瞬息万变的经济气候以及自身的问题，使得美国工业败给外国竞争者，这在过去三四十年里人尽皆知。从纺织品和服装到消费类电子产品、电脑制造，现在甚至波及了汽车产业，外国公司已经在生产这些美国中产阶级消费品上占据了显著优势。结果导致美国数以百万计的民众失业。许多在这些相关行业中失业的工人找到其他工作，但是薪酬却很低，他们再就业的对象往往是诸如麦当劳、沃尔玛以及其他服务行业，这些行业绝对不会像制造业那样提供高薪水，要知道以前这个薪资水平足以负担他们达到美国中产阶级的生活水平。

日本成为强大的经济体并非巧合，它将自己生产的货物以十分优惠的价格售往美国。这种模式并非日本独创，“亚洲四小龙”等快速成长的经济体曾经都借用过。现在，21世纪最大的经济转型将出现在中国。经济学家预测中国将在30年内超越美国，成为世界最大的经济体。这种经济增长模式和主导地位对于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国人来说并不陌生:向世界其他各国出口一切产品,然而今天的美国却依赖于进口商品。如今,美国人会去沃尔玛和其他折扣店购买全部所需——从中国或其他国家制造的塑料玩具到先进的电子产品等。这就解释了为何在美国制造业的就业情况发生整体转变时,全美国个人收入的构成也快速发生了变化(见图4.1)。要知道,制造业的员工会同时从事其他经济活动,如零售业、住房、卫生保健以及州政府和地方政府等,而非仅仅限制在他们所在的工厂。



资料来源:Federal Reserve Bank of St. Louis。

图 4.1 制造业就业情况和个人收入

各种最新迹象都令人们质疑美国未来的经济增长水平,如美国汽车制造业的紧缩以及随后的大量裁员和无数相关行业的停工等。

要对此进行解释,只需要一个简单的类比。抛开其复杂性以及公共部门和私营部门之间的动态关系不论,经济的运作大体上与企业类似。一旦公司的资产负债情况严重受损,或其盈利能力下降,且盈利前景不容乐观,那么这个公司也就失去了生存能力和未来的发展空间。

企业一般都会背负债务,极少数才能在没有债务的情况下运转。通过承担债务,公司能调节其收益;也就是说,相比使用自己的资金而言,举债经营可以获取更多利润。负债越多,其杠杆作用越强烈,那么收益的增长率也就越高。公司的债务杠杆越强,就能产生越高的收益,然而利息支出也会增加。另一方面,如果收益低于期望值,公司可能无法偿还更高债务的利息,因此有拖欠贷款的风险。

当企业开始承担更多的债务,其资金状况会受损,除非其收益增长率与额外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债务负担能互相抵消。若不能明确未来的收入来源，投资者们在对公司价值进行考量时，不免会额外打折扣。如果未来收益减少，股价就会下跌。意外的负收益会促使公司股价下跌，而且跌幅通常十分迅猛。同样地，债务增加导致资产负债情况受损，却没有相应的收益增长，此时将对股价产生不利影响；这是股票价格下跌背后的规律。

2008 年，在债务不断积累而抵抗外来竞争者的制造业却不景气的情况下，美国经济的资产负债情况残败不堪，获利能力日益恶化，这种新迹象随处可见。尽管事实显而易见，政府的统计资料也会不时涉及此类状况，然而政府在与美国公众的交流中或在大众媒体上却极少提及。那些在投资公众间促销股票的人宁可无视这种新现状，只聚焦于当天的新闻，尤其是那些为市场唱高调的新闻。

资产状况恶化

近几年，不断上升的联邦财政预算赤字和国家债务受到了越来越多的关注。曾经在 10 年时间里，联邦预算盈余持续增长，股票在 2 000 点的熊市之后上升到了新的高度，房价不断增长，然而此时却响起了经济低迷的警钟。即使所谓的新财富仅仅是纸面上的，也无法阻挡消费者们感受财富积累的喜悦，他们渴望着大肆消费的快感。企业从中受益，而银行则以不断扩展的证券和交易市场为食。那么我们为什么还要担心预算赤字和国家债务呢？“我们将不断壮大，经济会持续繁荣下去”，这是美国人始终坚定的信念。

“毁灭性风暴”

我们的集体意识中缺乏这样的认知：经济的繁荣依赖于从债务中创造财富，而大部分资金的借款人则是家庭、金融机构以及联邦政府和地方政府。房价的崩溃打破了这个循环。由于贷款标准变严且失业率上升，消费者不再对任何人借款。为防止大型机构崩塌，政府会对其进行补贴，银行只能利用私人资本。因此，殖民银行集团(Colonial BancGroup)和金融担保(Guaranty Financial)等较大的地区银行被放弃；它们与花旗银行等可使用纳税人资金的机构不一样。自此联邦政府成了公司存续的最后借款人，至少目前是这样的。

美元是世界储备货币，美国是避风港，而政府具备印钞能力，不论是美国公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

民还是国外投资者，他们作为贷款方收取的利率都较低，因此美国堆积了空前的赤字开支和债务。达拉斯联邦储备银行主席在 2008 年的银行业危机中说："……这就是我们必须面对的经济问题，否则就有可能失去作为世界最强、最具活力的经济体的地位。"[1]不像 2000 年，在他之前没有长达十几年的经济繁荣期作为往日光荣的回忆，相反，他面临的是破裂的技术泡沫、崩塌的房价，以及没有政府干预、濒临破产的银行系统，而最严重的则是空前的政府债务。

这位向来奉行"沉默是金"的达拉斯联邦储备银行主席继续说道："我能看到，政府的巨额债务正在酝酿一场毁灭性的风暴，我毫不夸张地选用了'毁灭性风暴'这个词。我们必须马上采取应对措施，否则联邦政府的长期财政状况将对经济繁荣造成无法想象的破坏，其破坏程度远远超出次贷危机以及我们正在努力修复的信贷市场危机。"[2]

联邦债务正在上升，在可预见的未来，这种债务积累并没有任何要停下来的趋势。2009 年第一季度末，政府债务达到了 6.8 万亿美元，而未偿还的总债务(包括不同政府机构持有的债务)超过 11 万亿美元；这两个数字以每天 40 亿美元的速度上涨。这种情况将在未来几年里持续恶化。今年早期，联邦预算赤字超过了 1 万亿美元；到 2009 年中期，国会预算局(Congressional Budget Office)将财政赤字预测改为 1.58 万亿美元，占 GDP 总额的 11%，自第二次世界大战以来创了新高。在未来 10 年内，赤字有可能增加到 9 万亿美元。然而，据协和联盟(Concord Coalition)估算，如果在 2010 年之后对持续减税等项目进行调整，那么该数字有可能会超过 14 万亿美元。[3] 总而言之，国际货币基金组织在 2009 年 4 月发布《世界经济展望》报告预测，联邦政府的负债率在 2014 年将从 2008 年底的 59.9%上升到 100%。

这些数字中并不包括来自社会保障福利和医疗保险方案的无资金填补的负债。美国汽车业的三大巨头正是由于无法负担上述福利保险，而最终走到了破产边缘。就社会保障而言，全美国总额大约为 14 万亿美元，等同于美国的 GDP

---

[1] Richard W. Fisher, "Storms on the Horizon: Remarks Before the Commonwealth Club of California," Federal Reserve Bank of Dallas, May 28, 2008. http://perotcharts.com/images/media/Storms%20Speech%20by%20Richard%20Fisher.pdf.

[2] Richard W. Fisher, "Storms on the Horizon: Remarks Before the Commonwealth Club of California," Federal Reserve Bank of Dallas, May 28, 2008. http://perotcharts.com/images/media/Storms%20Speech%20by%20Richard%20Fisher.pdf.

[3] "The Concord Coalition Plausible Baseline," The Concord Coalition. http://www.concord-coalition.org/learn/budget/concord-coalition-plausible-baseline.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总额。医疗保险项目中尚无资金来源的负债为86万亿美元。[1] 总负债金额达到100万亿美元,或者说是美国经济总规模的7倍。同时,社会保障总署(Social Security Administration)在2009年5月发布的年报中指出,信托基金将出现赤字,到2016年,其支出将超过来自所得税的收入;相对于前一年的报告,时间上又提前了1年。信托基金将在2037年耗尽,比之前的报告提前了4年。同时,报告还指出:"医疗保险方案的财务状况更坏……(它的)财政困难将更快来临,而且比社会保障所面临的困境更窘迫。"信托基金会在2009年产生赤字,并且在2017年耗尽资产。2030年,社会保障福利和医疗保险方案的支出预计将从当前占GDP的7%上升到占GDP的12%,其中一个原因是婴儿潮一代的退休。此后,医疗费用将持续增长。50年内,两个项目的支出将达到GDP的17%。为了强调形势的严峻性,报告指出:"相较而言,2008年联邦政府总收入仅为GDP的17.3%。"相比之下,至少政府尚有能力帮助通用汽车和克莱斯勒渡过难关!

将所有数据加起来,包括预算赤字、国债的增长、社会保障福利和医疗保险方案中尚无资金填补的负债、全民医疗保险制度等社会项目未来面对的窘境以及各经济部门未清偿的债务负担等,可以看到我们面临的负债、挑战和困顿的前景已经超出了我们的承受范围。在这些庞大的数据面前,家庭方面持续上升的储蓄率根本是杯水车薪。

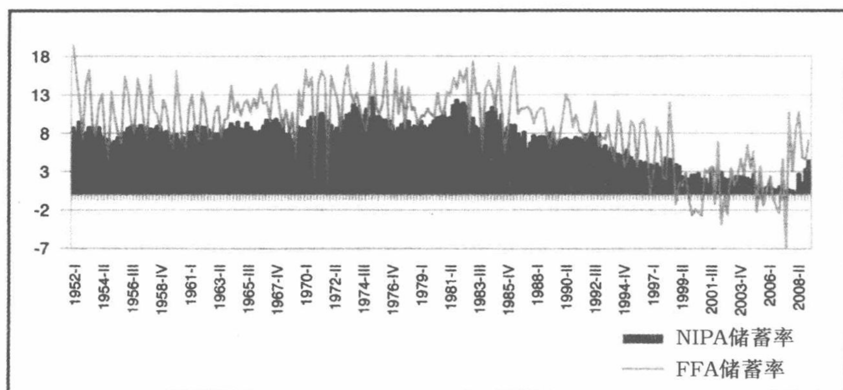
储蓄增加?

显而易见,自2009年初开始,个人储蓄便开始迅速上涨。该迹象是美国消费者行为的新趋势吗?谨慎起见,仍需对这些统计数据进行仔细观察。图4.2分别比较了采用资金流动报告(FFA)法计算的储蓄率和美国商务部经济分析局采用国民收入和生产账户(National Income and Production Accounts, NIPA)法得出的储蓄率。采用NIPA法计算收入和储蓄与采用FFA法不同。FFA法计算收入和储蓄是基于家庭对金融资产的净收购和对有形资产的净投资减去负债的净增加额。这就相当于除去负债和公司资产的变化值,从而得出收入差。NIPA法则是从收入中减去税收和开销,得出的差值就是收入。NIPA法中的收入包括工资和薪金、储蓄计划中的出资、人寿保险费以及社会保障等政府的转移性

[1] Richard W. Fisher.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支出。NIPA 法会将持久资本货物的花费作为支出，而 FFA 法则将其作为收入来计算。



资料来源：Federal Reserve Bank of St. Louis，Bureau of Economic Analysis。

图 4.2　由 NIPA 法和 FFA 法得出的个人储蓄率对比

尽管两种方法不同，但其分析过程是类似的。两种方法均显示，美国的家庭储蓄率在持续且迅速地下降，20 世纪 80 年代储蓄率仍然超过 10%，而过去几年却几乎为 0。另外，它们还显示储蓄率在最近几个季度有所上升。NIPA 法表明，储蓄率从 2007 年末的 0.4%增加到第一季度末的 4.3%。FFA 数据最初显示储蓄率由 2.9%上升为 6.9%。然而，修订后的数据表明，FFA 储蓄率实际上在 2009 年第一季度有所降低，只有 3.5%；不过在第二季度回升到了 4.5%。

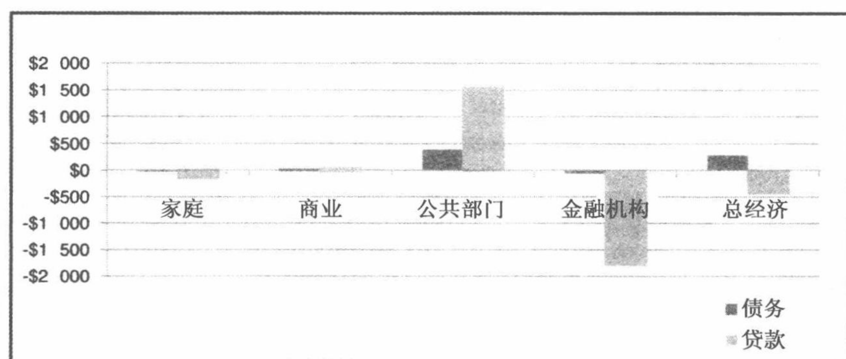
FFA 数据相比于 NIPA 来说不太稳定，原因可能来自资产价格的变动。由于资产价格上涨所带来的财富效益，FFA 储蓄率通常高于 NIPA 报告。当然，这种财富效应在 2008 年经济危机时只起到了负面作用。尽管 FFA 储蓄率显示美国人可能回到 20 世纪 60 年代和 70 年代时的节俭生活，然而 NIPA 法却表示储蓄率将回到 2001 年经济衰退时呈现出的水平；它们目前仍然低于过去 40 年的平均水平。

另外，NIPA 法在 2009 年第一季度的收入增加额为 2 715 亿美元，尽管个人所得减少了 520 亿美元。储蓄增加额中的 67%，也就是 1 821 亿美元，是因为税金减少产生的；剩下的 1 410 亿美元则来自支出缩减。如果减税效应和退税刺激消失，且失业的经济后果对家庭财务产生更大的影响，是否还能维持较高的储蓄率尚待分晓。就这点而言，值得注意的是，家庭收入上升了微薄的 0.7%，从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1980 年的41 258美元涨到 2007 年的50 233美元；与 GDP 的增长相比，这简直是微不足道的。由于收入增长幅度非常小，一般的消费者只能缩减储蓄额。如本章后面的图 4.9 所示，自 1929 年的经济衰退之后，此次经济衰退持续的时间比任何时候都要长，在此过程中，消费者收入大幅跳水。试问消费者怎样才能在增加储蓄的同时，还能保证足够多的支出以刺激经济增长呢？一个可能的答案是，就如日本在国家资产价格崩溃后一样，储蓄率还会再次下降。1989 年之前的 5 年内，日本的平均储蓄率是 12.9%。其在随后的 10 年内稳步下降；直至 2000 年，减少到 5.7%。[1] 面对大量的债务和房地产与股票行业的巨额亏损以及停滞或下滑的收入，美国消费者目前进退两难。哪里还有钱可存？

至少，目前的储蓄增加并没有降低经济总体债务水平。如图 4.3 所示，由于收紧贷款标准，家庭借款在 2009 年第一季度有所减少。为了回应政府巩固资产状况的命令以及确认投资者需求，金融机构也大幅削减了新贷款立项，共计 1.79 万亿美元。然而，所有这些削减都被公共部门的负债上涨幅度给抵消了。



资料来源：Federal Reserve Board，FFA，Table d3。

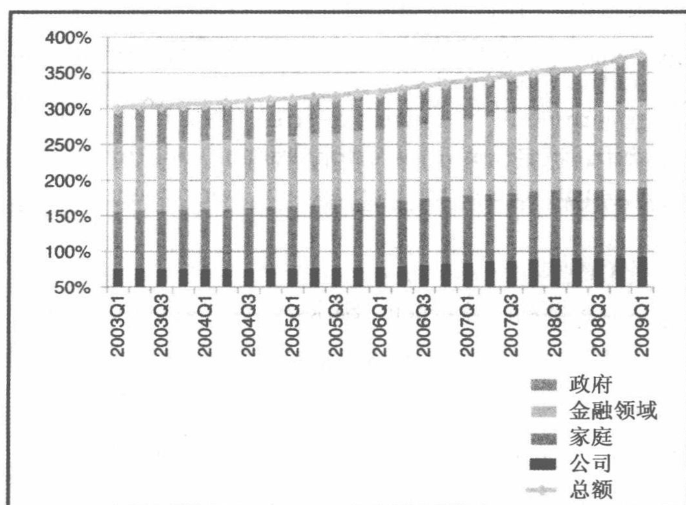
图 4.3 各部门债务和借款的变化(2009 年第一季度，10 亿美元)

最后，美国经济的总体债务水平于第一季度上升了 3 280 亿美元。如图 4.4 所示，总体债务水平自 2007 年起增加了 5.9%，而债务率从 357% 上升到了 372.8%。撇开这一年为借款减少做出贡献的经济萎缩和收紧贷款标准不论，家庭债务在 2007 年末仍然很高，尽管相比于 2008 年末已经减少了 0.3%。信贷市

[1] R. Anton Braun, Daisuke Ikeda, and Douglas H. Joines, "The Saving Rate in Japan: Why It Has Fallen and Why It Will Remain Low," CIRJE Discussion Papers, December 2007. http://www.e.u-tokyo.ac.jp/cirje/research/03research02dp.html.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场上财政部门的债务也高于 2007 年的水平，增加了 5%，尽管第一季度贷款有所减少。然而，任何私营部门的债务松弛都无法弥补联邦政府、州政府和地方政府的债务增加。



资料来源：Federal Reserve Board，FFA，Table d3；Bureau of Economic Analysis NIPA，Table 1.1.5。

图 4.4 债务持续增长

依赖国外债主

在债务杠杆为经济增长做出贡献的同时，联邦赤字和国家债务的扩张却令人担忧。其大量存在于信贷市场，因此政府借款的增加切断了私人资本的使用，而且降低了国库券的利息，以此吸引资金。提高利率会增加所有部门的集资成本，并降低企业的盈利能力。另外，就联邦预算而言，赤字可能会在未来 10 年内增加到 14 万亿美元，使国家负债水平继续升高。美国财政部长盖特纳将拼尽全力，说服中国和其他国家购买美国国债。如前文所述，截至 2009 年 3 月底，国外政府持有的 3.3 万亿国库券(占国债的 50%)中，37.5%来自中国、巴西、俄罗斯和石油输出国；其中仅中国和日本就占了 45%。相比之下，90%的日本国债都是来自内部资金。

就此次金融危机而言，中国已经公开表示其对美国政府的不满，将责任完全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

归咎于美国人民。中国威胁说要减少美元存款，转向另一种机制，如使用国际货币基金组织的特别提款权补充或替换掉美元作为世界储备货币的地位。7 月，在与财政部长盖特纳的会谈中，中国国务院副总理王岐山说道："作为世界上主要的储备货币发行国，美国应平衡并恰当处理美元供应造成的影响。"[1]俄罗斯和印度指出，全球金融危机暴露出了美元的缺陷，它们提出就此举办辩论会。在贸易结算中，商人们提出中国的人民币(元)应代替中越边界区的美元，该项目正向其大型金融中心扩张，如上海、广州和香港等。人民币交易同时也会用于同马来西亚、印度尼西亚、巴西和俄罗斯等国的进出口交易，这些措施都旨在降低美元在全球贸易和金融中的作用。[2] 法国也要求削弱美元作为世界储备货币的重要性。法国总统萨科齐(Nicholas Sarkozy)直言表示："多元化世界的政治和经济形势的形成，迟早会寻求新的货币标准。多元化的世界不可能只依赖于一种货币。"[3]

这就像悬在债务问题头顶的"达摩克利斯之剑"：外国人，或者说中国，是否愿意购买美国国库券，对联邦债务伸出援手？美元是否还能继续作为世界储备货币？或者美元的世界储备货币地位还能持续多久？目前局势已经到了千钧一发之际。中国还在继续购买美国国债，尽管几个月内，其作为净卖家使股市暴跌，并引发了激烈的争议。然而，根据美国财政部的数据(如图 4.5 所示)，外国人近期可能已经开始避免进行新投资，并廉价出售对房地产市场极为重要的机构证券。

但是，此次讨论也显示出美国经济的前景并不稳定。只要外国人持续购买美国国债，美国就能继续依靠债务杠杆刺激增长。然而，债务驱动的经济增长不可能永远持续下去，如 2001 年经济衰退之后，我们可以看到经济增长低于趋势水平。2008 年的经济危机爆发后，总体债务的增长率高于 GDP 的增长率，就如 20 世纪 80 年代和 90 年代一样，部门间的资金供应并未松弛。更糟糕的是，联邦政府在经济中处于主导地位，而政府则很难像企业一样高效运转。

长期资本管理公司因为无法获取资金而破产。如果在债务负担和不确定因

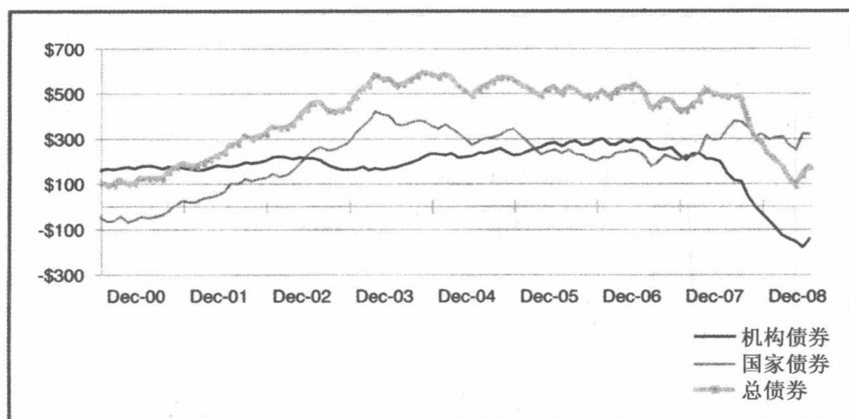
---

〔1〕 Tom Barkley and Deborah Solomon, "Chinese Convey Concern on Growing U. S. Debt," *The Wall Street Journal*, July 29, 2009.

〔2〕 "Yuan Deposes Dollar on China Border in Sign of Future,"Bloomberg. com, July 8, 2009. http://www. bloomberg. com/apps/news? pid=newsarchive&sid=aqA9QhRSNeqM.

〔3〕 Gabrielle Parussini, "Sarkozy: Dollar Needs Reserve Rival," *The Wall Street Journal* (August 27, 2009): C1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：U.S.Treasury Department。

图 4.5 国外对长期美国国债和机构证券的购买情况(10 亿美元;12 个月内)

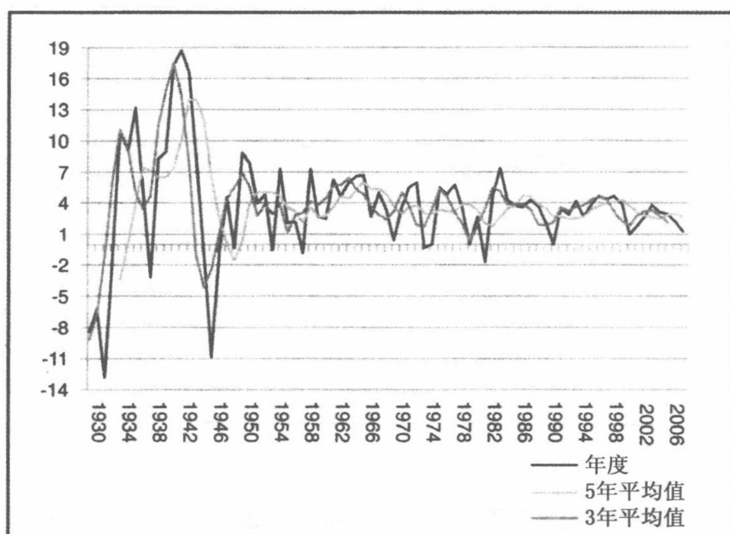
素的影响下，美国经济的增长还是过于缓慢，那么它对国外投资者的吸引力将逐渐消失。这样的话，他们对于美国投资的欲望就会受到抑制。如图 4.5 所示，有些国家已经开始停止购买非国库券。一旦它们停止购买美国国债，就像银行对长期资本管理公司所做的一样，到那时一切就成了定局。这就像一个恶性循环，很难预测开端，它随时可能开始。一旦开始，后续局面会不断恶化，而恐慌就是催化剂。

经济增长放缓

过去，经济衰退之后便开始复苏。尽管同美国的经济衰退不一样，日本在股票和房地产泡沫破裂以及随后的急剧增长之后也呈现出了经济增长。问题是之后的增长趋势。图 4.6 显示了美国自 1930 年以来 GDP 增长率的趋势及其 3 年和 5 年滚动平均值。

1929 年的经济萧条以及第二次世界大战都对经济造成了严重的破坏，使其经历了高增长和急剧紧缩的阶段。战后，1950 年和 1979 年之间的平均增长率为 3.9%，尽管 20 世纪 70 年代曾出现过短暂的停滞期。1981 年和 1982 年的经济萧条后，在通货膨胀率和利率急剧下降之际，美国采取了经济刺激政策，包括大额税收支出和联邦预算赤字支出等一系列新体制。然而，就算此后经济急剧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源:Bureau of Economic Analysis。

图 4.6 GDP 增长率:历年、3 年及 5 年滚动平均值

增长,这十几年的增长率还是跌到了 3.1%。在 20 世纪 90 年代,有利的经济条件使联邦预算赤字转向盈余,这得归功于所谓的和平红利、共产主义世界的崩塌以及个人计算机和互联网技术的发展。但是,这 10 年来的平均增长率仍然停留在 3.1%。

低于趋势线增长率

2001 年的经济危机已经跌破历史最低,此后的经济复苏体现出一个很显著的特点,那就是经济活动的回升所持续的时间明显比过去的复苏时期要短。2002～2004 年间,GDP 平均增长了 2.6 个百分点,这明显低于 1992～1994 年间的 3.3 个百分点和 1983～1985 年间的 5.3 个百分点。总体来说,2002～2007 年间,GDP 平均增长率低于过去,为 2.6 个百分点。如此低的增长率正发生在经济各方面处于高负债杠杆水平的时期。同时,还有大幅度的减税和巨额赤字开支,以及调节性货币政策和宽松的信贷政策。事实上,刚刚出现经济疲软迹象的时候,即官方数据显示的 2001 年 11 月,美联储就已经开始降低利率,并且一直持续到经济危机结束。

在 2008 年的经济危机中,美联储一再强调经济复苏的乐观前景。由政府高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

级官员将这一乐观的态度传播给公众。这样乐观的景象被用在所谓的压力测试中来评估银行体系的生存能力。

但是,还有更多保持清醒的头脑看到了未来形势的严峻性。美联储不得不将其预测降低,承认 2009 年将会出现比预期更大幅度的经济萎缩,也降低了对 2010 年和 2011 年 GDP 增长的预测。即便是这样,仍然有一些声音认为这样的预估太过乐观了。国际货币基金组织在其 2009 年 4 月的《世界经济展望》中认为,2009 年美国经济将缩减 2.8%,以多出 1.3%~2%的比例,远大于美联储自己预估的 0.5%~1.3%的缩水速度。美联储自我预估,2010 年会增长 2%~3%;而蓝筹经济指标认为,2010 年会是一个比以往更慢的恢复期,预计增长 2%,而国际货币基金组织更认为应该是零增长。美联储预计 2011 年会增长 3.5%~4.8%。2000~2001 年的经济危机基本都局限于高科技产业,随着房价的飙升,2004 年的 GDP 年增长速度创下了最高纪录 3.6%。努里尔 · 鲁比尼(Nouriel Roubini)比大多数人都更早地预见到了这场危机,声称 2009 年经济会出现 3.7%的缩水。[1] 在过去几年里,他就预测:"在未来几年 GDP 增长率将维持 1%的平均水平,有可能达到 2.75%,但这种增长低于经济复苏所需要的水平。"[2]

对于本书所讨论的内容而言,在短时期内的增长数据不是我们需要考量的主要问题。经济在短期内势必会有所增长,因为政府采取了大量刺激财政和货币增长的手段。"旧车换现金"政策刺激并加快了汽车行业的消费,同时也向美联储主席保证会在接下来的时期内将利率保持在接近于零的水平,这是人为刺激经济增长手段中比较明显的成分。由于各种各样的经济刺激手段,经济也应该显露出增长势头——至少对于股市大亨们来说,他们拥有了足够的证据预测下一个牛市的出现!

经济整体的走势和增长趋势的持续性都是十分重要的。现在经济利用杠杆负债经营受到了限制,那么显然目前经济处于一个发展放缓的阶段。正如太平洋投资管理公司的比尔 · 格鲁斯(Bill Gross)所说的:"……目前经济增长率放

---

[1] Nouriel Roubini, "The 'Stress Tests' Are Really 'Fudge Tests,'" *Forbes*, April 16, 2009. http://www.forbes.com/2009/04/15/gdp-stress-unemployment-banks-home-prices-opinions-columnists-nouriel-roubini.html.

[2] "Statement on U.S. Economic Outlook by Dr. Nouriel Roubini," *RGE Monitor*, July 16, 2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

缓，接近于正常水平的2%而不是3.5%。这个数字不代表有什么奇迹发生的可能，也没有什么理论模型可套用，仅仅凭借常识就可以判断，当民众和经济业界所承受的压力到达可负荷的边际时，就会出现上述情况。”[1]

经济就好像一辆匀速前进的汽车，当经济加快发展时，其发动机也需要旋转加速。问题是，发动机已经达到了极限，而此时的汽车却行驶在多山地带。实际上在杠杆经营的阶段，经济发展的势头是在倒退的。美国原本的增长是由杠杆举债经营所营造的，伴随着赤字消费、借贷和宽松货币政策才得以实现的繁荣，一旦推动这种繁荣的动力放缓，经济必将立即倒退。《华尔街日报》社论指出，美联储行进时速已达到200公里/小时，建议中央银行应减速到160公里/小时。美联储主席本·伯南克也许别无选择，只能拼命踩油门。他的处境还不同于20世纪70年代的前美联储主席阿瑟·伯恩斯(Arthur Burns)和G. 威廉·米勒(G. William Miller)，他们在面对膨胀时，采取的是宽松的货币政策——但结果都是一样的不好！

失业率大幅上升带来长期影响

在政界中，这种鼓吹经济复苏的势头(或者说是拒绝承认经济前景一片灰暗这一事实?)还在继续。在银行业的压力测试中，10%的失业率就足以构成最糟糕的情况。同时，国际货币基金组织预测平均失业率将在2010年达到10.1%。但是，现在这个预测好像要被赶超了。2009年6月，美国劳工统计局(Bureau of Labor Statistics)报告指出，失业率已经上涨到了9.5%，自从2007年12月经济衰退后又增加了720万失业人口。报告发布之后，再度有650万个工作岗位消失，失业人口暴增至1 470万人。很明显，即使经济衰退期已经结束，但失业率还在持续上升。2001年的经济衰退非常短暂，仅仅持续了8个月，失业人口持续增长了19个月，直到2003年8月才有所改善，在此期间，失业率额外增长了1%，在6月份达到了最高的6.3%。即便经济萎缩的严重性已非常明确，也很难看出其中的不同。这就是为什么很多经济学家现在预测失业率会轻松突破10%，甚至会超过1982年10.8%的历史最坏水平。

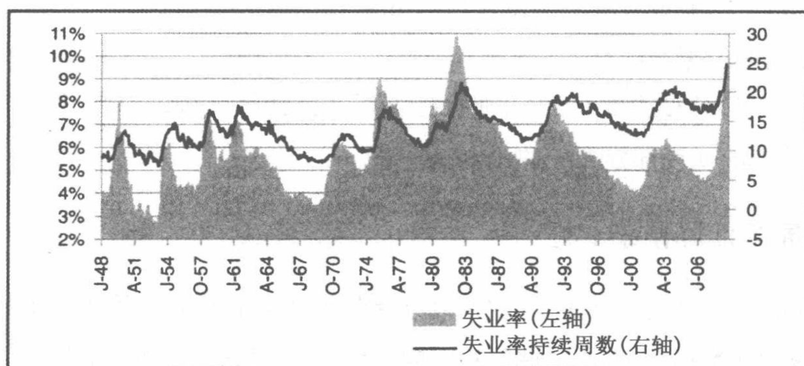
一个重要的问题是，当经济恢复并由此导致失业率大致回到充分就业时的

[1] Bill Gross, "Investment Outlook," PIMCO, July 2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

水平后，失业人口能否实现再就业？对于之前在汽车工厂工作的工人来说，这似乎是希望渺茫。“从一家工厂跳槽到另一家工厂的好日子已经一去不复返了。”位于伊利诺伊州的全美汽车工人联合会974号地方工会前主席吉姆·欧康纳(Jim O'Connor)说道：“联合会现在在谈判桌上已经没有实际作用了。所以现在很多年轻人不只是失去了工作，他们在失去工作的同时就等于没有了生计。”[1]

很多失业者已经没有勇气再继续寻找工作了，他们甚至也不被计算在失业人口之内。到2009年第一季度末，这个队伍的人数已经达到210万；自那以后这个数字肯定还在增长。如果这些人也被记录在失业人口统计数据中，那么在6月份，失业率就会超过10.8%。再加上只能从事兼职工作的人员，失业率会高达17%。至少失业持续的时间也被拉长了，迅速超过了1929年后的1982年的历史纪录(见图4.7)。由于失业持续时间长，失业者很可能放弃寻找工作。因此，在糟糕的实际情况面前，相关预测显得非常天真。



资料来源：Federal Reserve Bank of St. Louis。

图4.7　失业率及持续时长

与此同时，受雇员工已经看到他们的劳动工时也开始缩水。每周工作时长越来越短的情况已经持续了很长一段时间。根据美国劳工统计局的数据，1999年的平均周工作时间自1964年以来从38.7小时降到34.5小时，减少了10.9%。[2] 2009年6月，记录的平均周工作时长是33个小时，10年内减少了5

[1] Associated Press, March 8, 2009.

[2] Katie Kirkland, "On the Decline in Average Weekly Hours Worked," *Monthly Labor Review*, Bureau of Labor Statistics, July 2000. http://www.bls.gov/opub/mlr/2000/07/art3full.pdf.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个百分点。虽然这并非人们所愿，但是美国民众的劳动强度与欧洲人相比也差不多了！当经济复苏并开始增长，就业人员工作时间的增长可能更为明显，反而超过全职员工就业率的增长。

在经济初步复苏迹象出现后，失业率依然在不断攀升，也使得人们开始质疑经济是否真正复苏，因为失业率为州一级政府的财政状况带来巨大的冲击，而后者的情况早已不容乐观。全美州长协会(National Governors Association)执行理事说道："州政府在早期可能会裁掉营业税，因为人们开始裁减消费性支出，这是州政府税收收入的一部分，而且与失业率息息相关。"[1]至少有 48 个州在 2010 财政年度面临着财政短缺，预计在 2011 年及以后大部分州还将面对这个问题。[2] 2011 年后，国家财政预算合计赤字很可能超过 3 500 亿美元。[3] 这就是为什么印第安纳州州长如下说道："州政府的财政状况破败不堪……如果中国债主们愿意帮忙，联邦政府或许可以负隅顽抗得久一些。但是对于州一级政府来说，残酷的真相马上就要被揭开。"[4]加利福尼亚州是比较例外的，因为该州的赤字已达到最大值，而且在用借条还债，当然这也是权宜之计。尽管州政府可以根据联邦紧急救助法案获取 787 亿美元，但是当两年后借款期满时，州政府又不得不面对财政短缺问题。同时，在全美国随处可见，州政府为了节省服务开支，自行选择关闭部分政府部门。[5]

房产市场停滞不前

建筑行业并没有给就业或经济复苏带来哪怕是暂时的缓解作用。4 月份之前住房动工数据发布，人们期待这可能将会是房地产市场回暖的信号。彭博社社论中说："在报告发布前，经济学家们认为地产商在 4 月份可能会开发更多的土地建房……这使得衰退恢复的迹象更为明显。"[6]社论中还说："房价大跌已经持续了 4 年，如果现在出现放缓的迹象，将成为预测经济复苏期到来的一条关

[1] Lisa Lambert, "Waves of Job Losses Sap U. S. States' Budgets," Reuters, July 9, 2009.

[2] Iris J. Lay and Elizabeth McNicol, "State Budget Troubles Worsen,"Center on Budget an Policy Priorities, June 29, 2009. http://www. cbpp. org/cms/? fa=view&id=711.

[3] Iris J. Lay and Elizabeth McNicol, "State Budget Troubles Worsen,"Center on Budget an Policy Priorities, June 29, 2009. http://www. cbpp. org/cms/? fa=view&id=711.

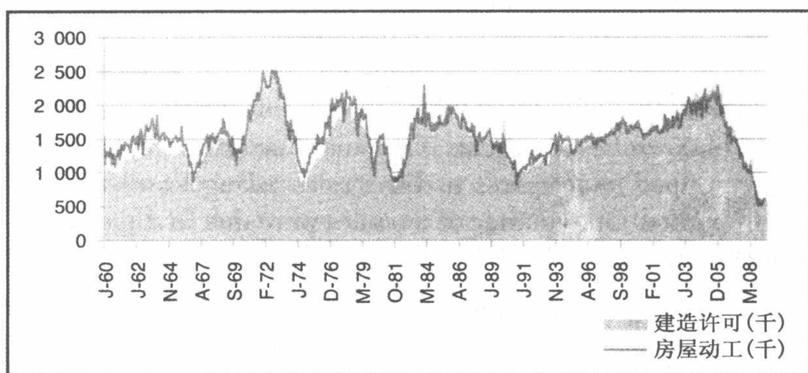
[4] Mitch Daniels, "The Coming Reset in State Government,"*The Wall Street Journal*(September 4, 2009): A17.

[5] "State Shut Down to Save Cash,"*The Wall Street Journal*(September 4, 2009): A1.

[6] Bob Willis, "Home Starts, Leading Index Probably Rose: U.S. Economy Preview,"Reuters, May17, 2009. http://www.bloomberg.com/apps/news? pid=20601103&sid=aA.Q0gfraU10.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

键信息。”结果证明，美国商务部报告显示，实际动工数竟下跌到45.8万单位，低于3月份数据的12.8%，比去年同期下降54.2%。尽管一些分析家单独列出小户型住房的少量上涨作为鼓舞士气的证据，但实际情况是“房地产市场依旧疲软”，美国资本经济公司(Capital Economics)的经济学家保罗·戴尔(Paul Dales)在给客户的记录中这么说。“尚待销售的住房的供应依然过量，因贷款偿还失败而作为抵押品拍卖的住房往往享有大幅度折扣，使得新房产变得不那么吸引人。因此，即使新房产动工数出现回弹，也将十分微小。”[1]确实，正如图4.8描述的那样，房屋开工和建造许可一直是在底部徘徊。



资料来源：Federal Reserve Bank of St. Louis。

图4.8 2009年7月房屋动工和建造许可情况

此外，美联储主席伯南克期望住房价格能走出低谷。他说：“我观察房地产市场……我们终于开始看到房产价格触底反弹的迹象。”[2]然而，2009年第一季度房屋价格的下滑说明，变化还是急剧的。3月份的标准普尔房价指数的公布，显示出房价在一年里下降了18.7%，明显低于压力测试预测的2009年全年下跌幅度最高达14%的水平。这同样是长期以来年下跌幅度最大的一年。“丝毫看不出房价开始复苏的迹象。”标准普尔指数委员会主席大卫·M.布利策(David M. Blitzer)说道。[3] 标准普尔房价指数显示，紧随第一季度19.1%的跌幅，2009年第二季度时，全美房地产价格确实出现了2.9%的小幅度增长，尽

[1] Associated Press, May 19, 2009.
[2] “Greenspan Sees‘Seeds of Bottoming’for U.S.Housing,”Reuters, May 12, 2009.http://www.reuters.com/article/ousiv/idUSTRE54B6AQ20090512.
[3] Associated Press, May 26, 2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管与前一年同期相比，有14.9%的跌幅。联邦住房金融局报告中指出，房价在第二季度下降了0.7%，比起第一季度0.5%的下跌更加剧烈。联邦住房金融局根据房地美和房利美提供的房价销售数据，对房地产价格进行追踪，而标准普尔房价指数则是旨在测量某一市场中相似房产市场价格的变化。尽管与2009年5月相比，6月的新房产价格由于周期性调整上涨了11%，但不受周期性调整影响的销售数据却下跌了4%。但是20.62万美元的房产价格中位数比上一年的23.43万美元下降了12%，比5月份下降了将近6个百分点。

此外，房产销售的上升也让人对充满危机的市场产生了误会。6月份，业内出版物《房贷金融业内情》(*Inside Mortgage Finance*)对1 500个不动产代理机构进行了一次访问调查。[1] 调查发现，64%的房屋销售成交量来自法院没收担保品拍卖或者是银行出售的抵押拍卖房屋。其中1/4的业主是由于财政或个人危机而决定出售房产，仅有11%的房屋是符合市场一般规律的、非强制性的、出于业主自行选择的。

最重要的是，业主丧失抵押品赎回权的情况还在增加。2009年4月份，房屋止赎较去年猛涨了32%，是自从房价达到高峰后出现的最高月房屋止赎率。仔细审视后，这绝对让人吃惊。“让人吃惊的是，数量如此巨大。”善于收集上述数据的地产交易公司(RealtyTrac)的高级副总裁瑞克·沙尔噶(Rick Sharga)如是说：“我们从没见过连续两个月出现这种情况。”[2]

紧接着3月份出现34万套的房屋止赎量后，4月份的记录显示出由于抵押贷款违约率无法缓和而造成的抵押市场的困境。5月份房屋止赎率下降了一些，但是6月份比去年同期又上升了33%。尽管政府给贷款行业500亿美元补贴以刺激市场增幅，但还是有150万套房屋在头6个月就收到了房屋止赎通知。另外，由于房地美、房利美和部分其他贷款出借人暂时中止了房屋止赎的流程，因此每月还款拖延的贷款人将承受来自债主的更大压力。沙尔噶先生说：“所有这些贷款都由大型服务器快、狠、准地进行处理。”[3]业内分析人士预测，2009

---

[1] Paul Vigna, “Improving Home Sales Belie Market Reality,” *The Wall Street Journal*, August 21, 2009. http://online.wsj.com/article/SB125081143925447971.html.

[2] Adrian Sainz, “RealtyTrac: April Foreclosures Rise 31 Percent,” May 13, 2009. http://navigatingthestorm.blogspot.com/2009/05/realtytrac-april-foreclosures-rise-32.html.

[3] Adrian Sainz, “RealtyTrac: April Foreclosures Rise 31 Percent,” May 13, 2009. http://navigatingthestorm.blogspot.com/2009/05/realtytrac-april-foreclosures-rise-32.html.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年将会有 310 万套房屋收到止赎通知。[1] 7 月份，止赎通知比 6 月份增长 7%，较上一年同期增长了 32 个百分点。更令人不安的是，虽然次级借款人的违约率逐步稳定下来，优质抵押贷款借款人的违约率却上升了 5.8%。总的来说，优质借款人贷款达到房屋止赎的 58%，比去年上升了 44 个百分点。房屋止赎量上升的原因主要有失业、收入下降以及下降的房价。

先不谈人们对于房价复苏的期盼，就谈在 1990～1991 年间仅持续了 8 个月的房产市场衰退，使得房价几年来一直停滞不前。1991 年 3 月份，萧条期结束，接下来 5 年的季度 GDP 以年平均率 3%的速度增长。然而其标准普尔房价指数平均增长了 1.6%，甚至低于当时的通货膨胀率。在此期间，债务杠杆作用刺激了房价上涨；然而，除了资质完全合格的，融资机构几乎已经完全不考虑其他贷款人。因此，房价是很难在近几年里出现快速回升的。针对这一问题，凯斯希勒房价指数(CaseShiller Index)创始者罗伯特 · 希勒(Robert Shiller)在第二季度房价提升报告中指出："现在灾难还远未结束。也不清楚人们是否真的准备好开始进行消费了。这也许需要几年的时间恢复常态……我们都会恢复，但未来几年里房地产行业的局面会异常疲软。"[2]

消费性开支

美国经济中的消费性开支达到了 70%，日本则是将近 60%。如果房产市场持续疲软，经济的复苏如果要保持强健，就不得不依赖消费者的大手大脚。在这方面，前景是不太乐观的。由于不断攀升的失业率和高债务负担，导致家庭财富下降，从而会抑制消费性开支，这都是房价和股市下跌的后果。这就是财富效应的负面作用。在繁荣时期，由于消费者的财产和增值的投资价值，他们会对自己的财务状况感到十分乐观并乐于消费更多。他们会从自己的资产中额外获利，比如说股息分红和资本获利。

经济衰退给消费者财富造成了严重破坏。从联邦储备委员会发布的资金流动报告(FFAs)中可以看出，自 2007 年达到峰值后，家庭资产在 2009 年第一季度就降低了 12.2 万亿美元，跌幅达到 19.5%。金融资产流失了 75%，这一结果

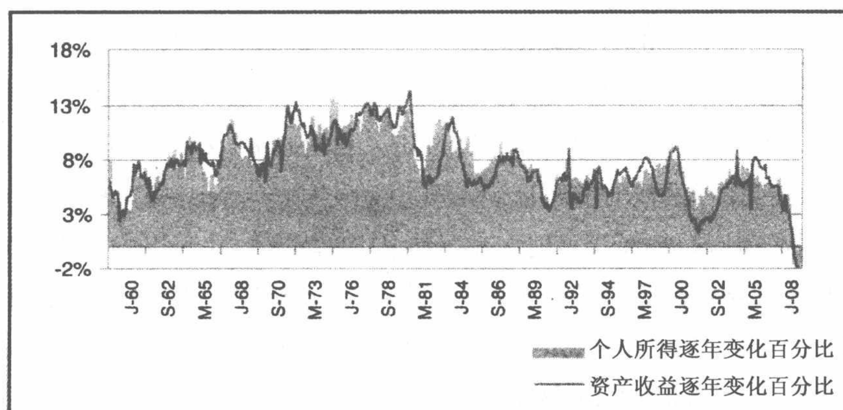
---

[1] Lynn Adler, "May Foreclosures Third Highest on Record," Reuters, June 11, 2009. http://www.reuters.com/article/newsOne/idUSTRE55A0NS20090611.

[2] "US Housing Market Could Be Facing Another Bubble: Shiller," CNBC.com, August 19, 2009.

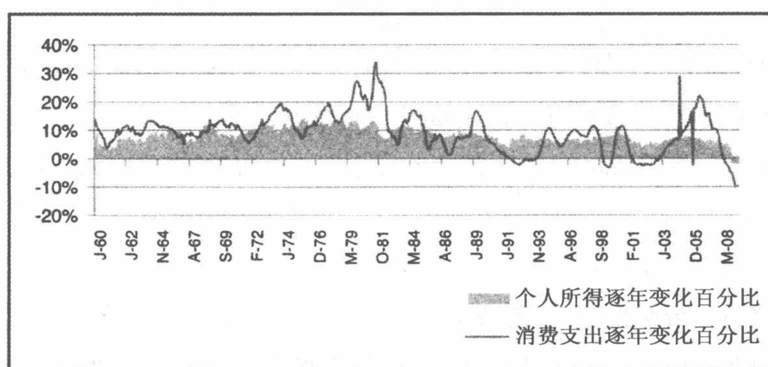
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很大程度上是受到房价下跌的影响。另外，固定收益证券占退休金融资产很大一部分，其在利率下跌之际也大幅下降。因此，个人资产收入从 2009 年初开始减少。图 4.9 显示了此次经济衰退以及 2000～2002 年间资产收益的变化如何影响个人收入的整体情况。2008 年以来，投资收益以及总体个人所得的急剧下降使消费支出迅速递减，这种情况仍在继续。实际上，如图 4.10 所示，消费支出以两位数的幅度下降，早在 2009 年初就已跌入谷底。



资料来源：Federal Reserve Bank of St. Louis。

图 4.9　个人所得和资产收益



资料来源：Federal Reserve Bank of St. Louis。

图 4.10　个人所得和消费支出

实际上，通过减债使消费者还清债务并积累更多存款，可能对消费支出产生更加不利的影响。当储蓄率上升到 4%左右，就算同 20 世纪 80 年代一样，储蓄率继续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回升至5%～7%，消费支出也很难在债务削减和收紧的贷款标准中稳健恢复。一些专家通过观察得出结论：只有10%的储蓄率才能吸收经济衰退的不良后果。

世界经济增长缓慢

1989年日经指数达到峰值后，日本经历了长达20年的休眠期，而此时世界经济的发展仍处于稳健状态。1991年经济衰退后的5年内，美国的平均增长率依然超过3%。

相比之下，美国在2007年12月陷入深度衰退，世界经济也进入了严重的紧缩期。2009年第一季度，美国GDP降低了6.1%。其3家最大的贸易伙伴下跌速度甚至更快。墨西哥在第一季度的增长下降了21.5%，日本的GDP以每年15.2%的速度递减，而德国则以每年14.4%的速度下跌。从1970开始，这对德国来说是下跌最严重的一次。

在这种情况下，国际货币基金组织于2009年4月发布《世界经济展望》，预测2009年世界经济的紧缩率将超过1.3%。尽管紧缩率不高，但这仍然是第二次世界大战以来最坏的一次衰退。报告指出："此次经济低迷已遍及全球：在代表全球3/4经济的国家中，人均产量将下降。"2010年，经济将恢复1.9%（之后上升为2.4%）；相对于过去的经济复苏所呈现的幅度而言，我们仍然处于萧条时期。6月份，世界银行对世界经济重新进行了预测，提出世界经济2009年将缩减2.9%，而之前的预测中降低程度仅为1.7%，原因是银行持续使其资产负债情况陷入举债经营。[1] 世界银行表示："失业率正在上涨，而发展中经济体的贫困率也在增加，导致世界贫困人口的生活条件不断恶化。"[2]

在这一点上，我们会联想到1929年经济衰退时的世界贸易紧缩，历史学家认为其导致了经济状况的恶化。世界贸易组织目前预测2009年世界贸易额将下降9%，是"第二次世界大战以来最严重的紧缩"。[3] 2006年世界贸易额增加了8.5%之后，世界贸易额增长变得缓慢。而增长率于2007年降为6%。2008年下半年，世界贸易的恶化尤为明显，尽管这一年的总贸易额增加了2%。发达国家的出口额将下

---

〔1〕 "World Markets Slide on World Bank Recovery Warning,"Reuters, June 22, 2009. http://www.investmentnews.com/apps/pbcs.dll/article? AID=/20090622/REG/906229997.

〔2〕 "Market Watch,"*Barron's*, June 15, 2009.

〔3〕 "WTO Sees 9% Global Trade Decline in 2009 as Recession Strikes,"Press release, World Trade Organization, March 23, 2009. http://www.wto.org/english/news_e/pres09_e/pr554_e.htm.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

降10%，遭受严重的打击。报告的作者进一步指出："过去30年里，贸易是经济活动中持续增长的一块，贸易额增长通常超过产出收益。产品的生产往往在全世界范围内流转，因此一件产品的产出可能产生多重效应：当需求急剧下降时，贸易额同样会跌得更严重……因此，人们将失去无数与贸易相关的工作。"[1]

低迷的世界经济增长和贸易崩溃，对美国经济来说并不是一个好兆头。另外，世界贸易组织对贸易紧缩的预测并未考虑贸易保护主义可能产生的影响。主权国对贸易行为进行贸易保护有多种形式，如俄罗斯、中国及其他国家禁止从美国进口猪肉或实行其他进口限制政策等；或者在与新兴市场国家的双边贸易协定中增加关于劳动者权益的条款，这些国家的劳动法相对比较薄弱。如果贸易保护主义情绪侵犯了贸易政策和协商，造成美元严重贬值，资本流动失衡，那么报复性贸易行为就有可能加深世界贸易的紧缩程度，对美国和其他国家的经济复苏不利。实际上，经济合作与发展组织(OECD)指出，30个经济合作与发展组织国家的贸易额持续下降，该趋势从2008年下半年起不断延伸(见图4.11)。2009年第一季度，经济合作与发展组织的报告显示，经济合作与发展组织成员国的出口额下降了13.4%，而进口额则下跌了15.2%。[2] 此后，据《华尔街日报》报道，不论世界贸易额的增长程度如何，总体趋势仍然十分"晦暗"。[3] 2009年的前5个月内，德国和日本的出口额下跌了30%，而加州长堤港(Long Beach)的官员们"认为贸易额在明年之前没有'稳步提升'的可能性"。[4]

另外，当美国正在担心通货膨胀回归时，一些发达经济体已经出现了物价指数负增长的情形。例如，2009年7月，德国的消费者物价指数开始每年下跌0.6%。这已经是通货膨胀指数降为负值的第二个月了。6月下跌了0.1%。同时，欧洲中央银行将消费者物价调和指数作为物价稳定的指标，7月该指标同比减少了0.6%，尽管与6月相比并未发生变化。[6]

---

[1] "WTO Sees 9% Global Trade Decline in 2009 as Recession Strikes,"Press release, World Trade Organization, March 23, 2009. http://www. wto. org/english/news_e/pres09_e/pr554_e. htm.

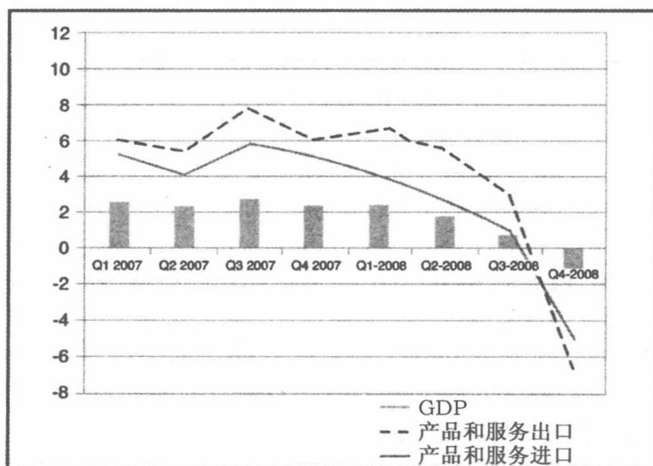
[2] "Trade Flows' Collapse Continues in First Quarter 2009," *OECD International Trade Statistics*, July 15, 2009. http://www. oecd. org/dataoecd/15/2/43319682. pdf.

[3] "World Trade Volume Climbs 2. 5%,"*The Wall Street Journal*, August 27, 2009.

[4] "World Trade Volume Climbs 2. 5%,"*The Wall Street Journal*, August 27, 2009.

[5] "WTO Sees 9% Global Trade Decline in 2009 as Recession Strikes,"Press release, World Trade Organization, March 23, 2009. http://www. wto. org/english/news_e/pres09_e/pr554_e. htm.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：OECD National Accounts[1]。

图 4.11　2007～2008 年 OECD 成员国的实际 GDP 及贸易额增长情况

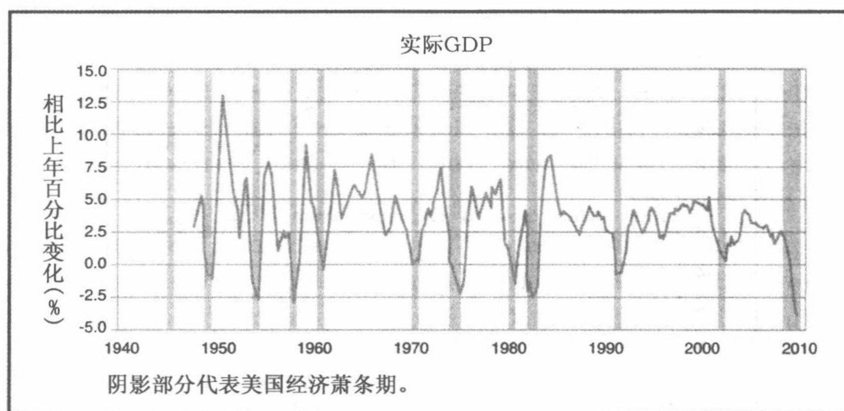
未来不同于历史

在过去的经济衰退中，美国经济总能迅速恢复；根本不存在过长的缓慢增长期。银根松动结合财政开支，足以使经济恢复活力，生动展现了“V 形复苏”这一术语的含义（见图 4.12）。日本在经济不景气时期仍然经历了多个经济复苏阶段。美国企业研究所（American Enterprise Institute）的一位经济学家，约翰·马金（John Makin）对日本的情况做出了如下描述：“……联邦政府开支增加了……（GDP 的）3%，短期利率降至 1%的一半，让经济依赖流动资金，在（货币）贬值 30%之际使长期利率保持在 3%以下……”如果美国实施这些政策，“就可以促进美国的经济增长和就业，同时在经济过热时通货膨胀率也会上涨”。但是在日本，“1996 年第一季度工资增长迅速，年增长率达到 12.2%；同时，美国经纪公司称赞日本的股票市场将出现下一个牛市，其在 6 月从 15 000 上升到最高值22 500，增额超过 1/3，今年秋天稍稍降为 21 000”。然而，马金说：“这些就是日本决策者从 1995 年夏天

[1] “RGE's Daily Top 5,”*RGE Monitor*, July 30, 2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开始采取的措施,对日本的经济几乎没有持久性的积极影响。”〔1〕



资料来源:Federal Reserve Bank of St. Louis。

图 4.12　可持续的 V 形复苏

为了应对 2008 年的经济衰退,美国采取了类似措施,不过紧迫性更强。美国股票市场反应良好,有急剧增长的可能,可带来持续的经济复苏,就像以前几次经济衰退过后一样。

让我们拭目以待。

在这一点上,我们有必要考虑美联储主席本·伯南克在 2001 年经济衰退之后对于通货紧缩的警告:

多年以来,美国经济展示了其应对各种冲击的强大能力,这种能力仍在持续壮大。灵活和有效的劳资市场、创业的传统以及包容技术和经济变革的意愿共同造就了这种复原力。当前环境下尤为重要的保护因素是我们金融体制的力量:在去年的负面冲击下,我们的银行系统仍然稳健而有条不紊,公司和家庭的资产负债情况是形势好转的最好标准。

美国第二个应对通货紧缩的壁垒就是美联储本身,这也是我今天要说的重点。国会规定美联储应维持物价稳定(其中一个目标),这里明确指出,必须避免通货紧缩和通货膨胀。我确信美联储会想尽一切办法防止美国产生严重的通货紧缩,此外,美国中央银行与政府其他部门合作,运用各项政策工具,防止通货紧

〔1〕 John H. Makin, “Japan's Disastrous Keynesian Experiment,”*Economic Outlook*, American Enterprise Institute, AEI Online, January 1, 2000.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

缩过于猛烈或持续时间过长。[1]

既然美联储主席提出的"保护因素"已遭到破坏，他只能祈祷利率在"长时期内"能维持较低的水平。为了大家，伯南克能否在这场需要同时应对通货膨胀和通货紧缩的孤军奋战中获胜？或者说，在空前的债务负担面前，他会跟随前辈的脚步，让20世纪70年代通货膨胀困扰经济的局面重演吗？正如彭博社报道中指出的，"自2007年冻结以来，华尔街杠杆率飞速上涨"，近乎零利率的政策将帮助高风险的杠杆采购以及银行(除了银行还能是谁?)发布的劣质证券恢复生命力。[2] 另外，伯南克会考虑到国外债权人的需求吗？他们希望维持美元的价值，并保持其作为世界储备货币的地位，他们担心美元会落入不可阻挡的恶性循环，而失控借款后遵循通货膨胀率增长路径的所有货币都逃不出这种命运。

这些都还是未知"水域"。我们已经讨论过，在各方的压力之下，经济显得很脆弱。以前我们对简单危机的应对尚不理想，因此没有信心做出预测，更不用提获取长期的理想结果了。美联储主席的责任重大、负担沉重。然而，投资者不用拿自己一生的积蓄冒险，或者"揭穿"将要发生的一切。这里面没有任何含金量。综观历史事件，危机发生前并不会大声警报。就算是警报也会被忽略，比如直到雷曼兄弟公司破产的关键时刻，股票市场都对房地产泡沫及其经济后果置之不理。但是，那时剩下的就只有恐慌和被迫抛售了。

那么，投资者能做什么呢？潜在的政策冲击会使股票投资者从兴奋跌入恐慌，而它和变幻莫测的股票市场都有可能破坏金融期货，因此我们需要一种投资态势来保护金融期货。下一章将讨论新的经济形势对股票市场的长期潜在影响。之后两章会分析投资方法，帮助投资者观察未知的"水域"，保护资金，安排好投资组合，在处理损失风险的同时继续储存和积累财富。

---

[1] "Deflation-Making Sure 'It' Doesn't Happen Here," Speech by Ben S. Bernanke, Member of the Board of Governors of the U. S. Federal Reserve System, before the National Economists Club, Washington, DC, November 21, 2002.

[2] Kristen Haunss and Jody Shenn, "Leverage Rising on Wall Street at Fastest Pace Since '07 Freeze," Bloomberg. com, August 28, 2009. http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=a_XpcU5pY0f4.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章　牛市和熊市:经久的轮回

牛市让投资变得简单,放手去买便是。水涨则船高。

20 世纪 80 年代和 90 年代就是这样的牛市阶段。在经历了 60 年代和 70 年代长达十几年的震荡之后,美国股市终于在 1982 年 8 月探底并开始了将近 20 年的牛市行情。尽管不时会出现莫名其妙的下跌,但股市会迅速恢复并继续上扬态势。因此,从刚参加工作的年轻人到即将退休的长者,这些投资者都没有经历过真正的股市猛于虎的动荡,这种状态一直持续到 2000 年。

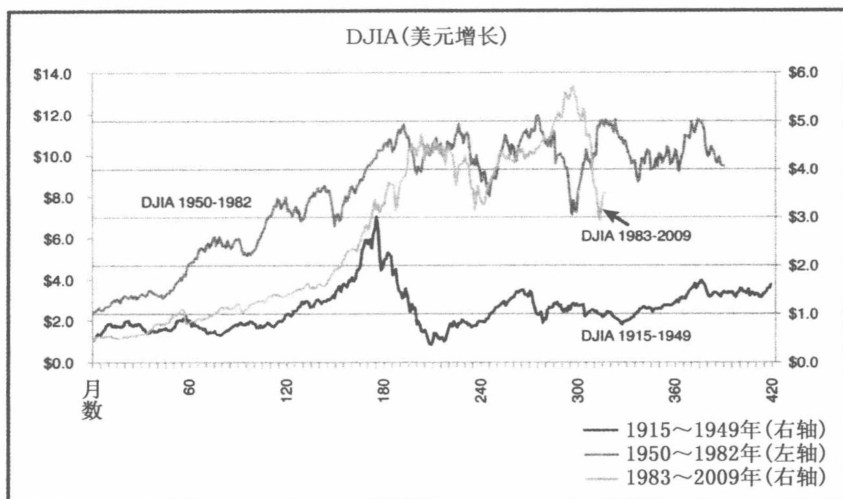
动荡才是常态

随着股票剧烈地上下波动,动荡成为股市的一种常态,美国股市也不例外。况且,持续了近 20 年的长期波动是股市高点后的主旋律,大部分投资者损失惨重,只有少数人勉强获利。

图 5.1 简单概括了 1915 年以来道琼斯工业平均指数(DJIA)的走势。道琼斯指数最初只有 12 只成份股,在首次露面后的 20 年间,道琼斯指数持续波动,投资者毫无所获。但在之后的 92 年里出现了 3 个明显的周期;每一次开始都没有明显的预兆,然后便到达一个高点,进入牛市,并持续上扬。第一个周期从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1915 年开始到 1949 年结束,持续了 34 年并以每年 3.7%的增长率上涨;第二个周期从 1950 年开始到 1982 年结束,持续了 32 年,年收益率达到了 4.4%;最近的一个周期开始于 1983 年,已经进行了 25 年有余,且仍在继续。



资料来源:Dow Jones & Co.。

图 5.1 三大周期:1915～2009 年道琼斯指数走势

停滞期:长期、持久

与众不同的是,在这三个周期中,道琼斯指数每一次都能持续十几年的上升态势。当到达一个新的高点以后,随之而来的便是股市的急剧下跌并进入熊市。随后的几年,股市都是持续波动,但最终都以亏损收尾。

在前面两个周期,道琼斯指数每次都经历了 15 年左右的停滞期,其间只有短暂的波动。在 1929 年和 1966 年分别达到了新的高点以后,道琼斯指数在其后 20 年里出现了一个急剧回转的走势,巨大收益的背后隐藏着潜在的亏损;日积月累,到最后都是亏损。1929 年金融危机后,道琼斯指数持续 6 年走高,从 1937 年至 1938 年 3 月期间,出现急剧下跌,1 年的时间内就下跌了 47%,4 年以后又回到了这个"3 月低点"。在 1949 年这个周期结束时,道琼斯指数仍在 1937 年的中部高点以下。

在 1950～1982 年间,道琼斯指数出现了一个持续 16 年的强势上扬阶段,直到 1966 年结束。在此期间,仅仅只有几个月的时间出现调整。在 1966 年初出现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高点后,道琼斯指数在 10 月份下跌了 22%。但直到 1974 年 12 月,这个下跌阶段才见底,并且自 1966 年的高点之后,下跌了 42%。其间,道琼斯指数先上涨后下行,在逼近历史高位后回落到新的低点,让看空和看涨的投资者都失去了信心。1982 年 7 月这个阶段结束时,道琼斯指数回落到 1966 年 10 月的低点。

如图 5.1 所示,1915 年投资 1 美元的投资者会发现,到 1949 年底,这 1 美元会变成 3.67 美元。这表明,这 35 年的年综合回报率高达 3.7%;而在 1929 年 8 月的高点后,如果继续持有,20 年后将会有 47.3%的跌幅。在第二个阶段,1950 年投资 1 美元会在 16 年后达到最高值。坚持下来的投资者会在这种高点和巨大反弹中获得过山车一样的回报。1966 年高点过后到 1982 年 7 月,继续持有道琼斯指数进行投资会有 16.5%的损失。

在 1982 年 8 月开始的第三个阶段,股市在持续上涨了近 20 年之后,由于 2000 年科技股泡沫破灭而停止上涨。自那以后,股市的波动超过以往任何可比阶段。2009 年初,道琼斯指数跌至 12 年前的低点,十几年的收益付诸东流。2000 年 1 月至 2009 年 3 月,道琼斯指数累计下跌 44%,跌幅比以往同期任何一个可比阶段都要大。

因此,1896～2009 年这 112 年的整个阶段,道琼斯指数大部分时间(约 65 年)都停滞不前。对于进行长线投资的买手,这 112 年里的道琼斯指数年回报率为 5.4%,基本可以作为一种跨代遗产了。而从 2009 年 6 月开始,现阶段的这个周期年回报率达到了 8.3%,是前两个阶段的两倍之多。敢问这一次熊市能否正常发展以改变这一混乱局面呢?或者这只是一个像网景(Netscape)和互联网(Internet)一样的“新新事物”时期,只是人们对股价永无止境的幻想而已?

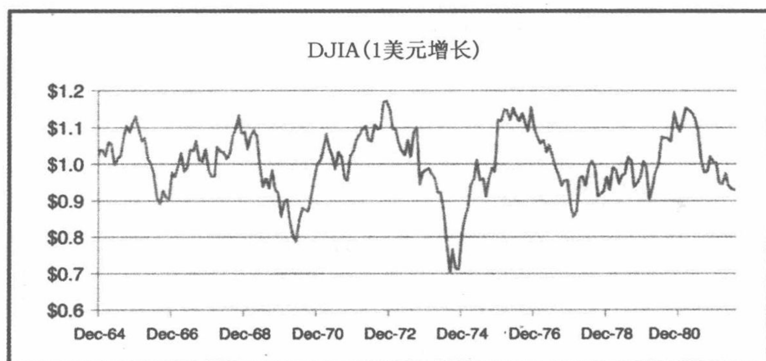
无论投资者如何耐心或者抱有怎样的投资目标,在这 3 个周期高点之后进行股票投资,是无法体会到满载而归的感觉的。毋庸置疑,这个阶段的股市正处于动荡不安之中。唯一不确定的是反弹迹象以及这次动荡会持续多久,会不会正如一些股市观察家提出的一样,毫无疑问是历史周期性的另一个“十年萧条期”?或者像日本经历的长达 20 年的大萧条期,这个萧条期开始的时候,经济环境远比美国 2008 年时的经济要好?股市的复苏会不会像 1932 年和 1966 年底后持续那么久,然后最终依然只会走向崩盘?或者会像日经指数 1992 年低迷后一样维持停滞状态?在最终的分析中,用什么方式并不那么重要。一个没有方向的投资,只是凭借运气,也许有一定机会获利,但也许有更大的概率亏损,这对于那些不谨慎

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资者而言，既是获利机会的损失，也是一种危险的圈套。尤其是对于那些需要一定可靠现金来源和收入的投资者更加如此，他们并未将新闻媒体和其他人提供的消息作为依据对股票进行买进、卖出来套利，而是辛苦储蓄进行投资。

牛市陷阱和假性触底

尽管是在漫长的熊市周期，仍然有不少股票上涨。就 1966～1982 年的这 16 年（见图 5.2）而言，道琼斯指数在 1966 年 2 月到达峰值后开始下滑。然而，在这一段时间内，也有一些阶段，道琼斯指数有显著的反弹。在 1966 年 10 月～1968 年 11 月之间，道琼斯指数上涨了 32%。从 1970 年 5 月的低点到 1973 年的高点，道琼斯指数也上涨了 66%。在 1974 年 12 月 6 日～1976 年 3 月 24 日之间，收益率更达到了令人瞠目结舌的 74%之多。月复一月，道琼斯指数继续上扬，中间偶尔会进行调整。然而，当熊市条件再次浮现时，每一次熊市的到来都会发生在突然下跌之后；在 1966 年 10 月低点的基础上，1970 年 5 月股市创出新低。1973 年 1 月股市停止上涨，随之而来的便是一个跌幅达 45%的暴跌，而且一跌就是 23 个月。



资料来源：Dow Jones & Co.。

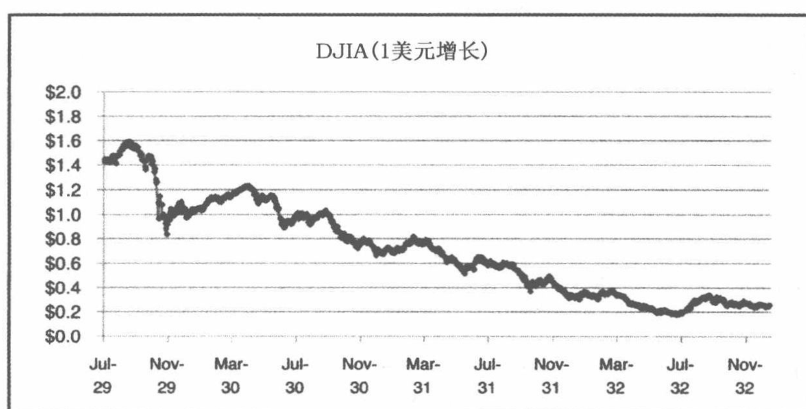
图 5.2 滞涨时期的股票

总的来说，16 年以来，道琼斯指数进行了很多次强劲的重整以恢复到 1966 年底部时的水平。1966 年的底部维持了近 20 年，没有回报，挑战了攒钱投资和进行长线投资的投资者的耐心。在 1966 年 10 月股市触底时买入的投资者，在 1982 年 7 月前都不会有任何回报，除了周而复始的狂喜和痛苦。

在 1929 年“大萧条”时期，道琼斯指数似乎直线下跌（见图 5.3）。然而，道

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

琼斯指数在 1929 年 11 月 13 日～12 月 10 日之间恢复了 32%。总之，在 1929～1949 年之间的 20 年，是一个市场巩固的长期过程，这个过程中有得有失，有时变化幅度还挺大。在 1932 年探底后，道琼斯指数继续调整直到 1937 年 2 月。到那个时候，道琼斯指数相比 1929 年的高点还只是调整了一半，但已经是 1932 年触底时的 4.4 倍了。那是令人印象深刻的一年，回报率达到 37%。而在此之后的 12 年里，虽然其间会有一些显著的回升，但道琼斯指数总体停滞不前。总之，道琼斯指数 25 年内没能恢复到 1929 年的高点。



资料来源：Dow Jones & Co.。

图 5.3　大萧条时期的股票

转眼到了 2000 年熊市。2002 年触底后，股市有所回升，但是随后 2003 年的下跌使得道琼斯指数几乎再次回到 2002 年的低点。随后，由于次贷和信贷交易的投机行为，在 2003～2007 年 4 年间煞费苦心积累起来的收益，仅一年便化为乌有。

在 2007～2009 年金融危机期间，道琼斯指数也没能幸免。在银行的一片惶惑不安中，道琼斯指数在 2008 年 10 月 10 日创造了 7 882 点的新低，之后便在 11 月 4 日反弹了 22%。在之后的几个月，这种跷跷板一样的模式得以延续，每一次波动，收益或损失都高达 20%甚至更多。在美国新总统的经济刺激方案获得议会通过后，道琼斯指数在 2009 年 3 月 9 日再创新低。在 1 月 6 日～3 月 9 日两个月的交易当中，道琼斯指数下跌了 27%。

在 3 月 9 日低点后，道琼斯指数在 6 月份有一个 33%的反弹。这是一次不错的行情，但这样一个大量抛售后出现的反弹并不常见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

展望未来

这样的走势似乎并不能代表股市从此将步入一个长达数年的新牛市,除非能偿清所有的债务,并处理好经济中的各种混乱现象。

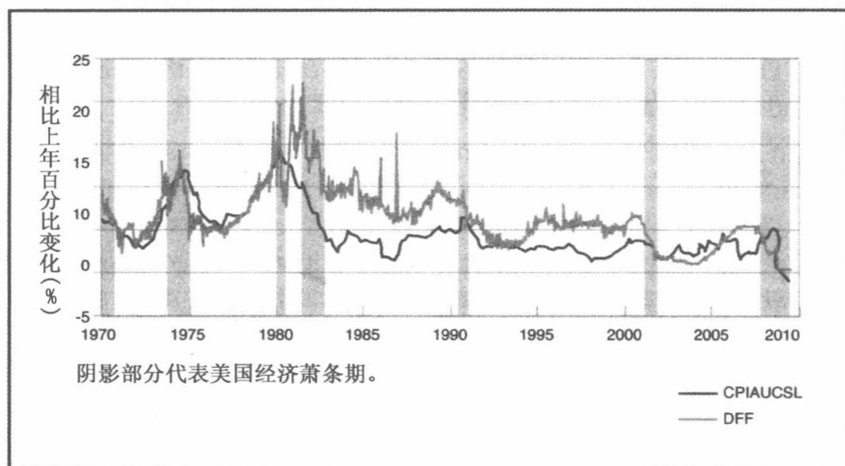
新篇开启

综观美国股市历史,1983～1999 年是最特别的一个阶段。在这整整 16 年的上涨阶段,只有一年道琼斯指数有下跌的记录。那是在 1990 年,那一次下跌也是微不足道的,仅仅只有 3.1%,并且是夹在涨幅巨大的两年之间的,这两年的涨幅都在 30%之上。如果硬要说有什么区别的话,那一年是后面许多年再也没出现的一个低价买入或逢低做多的机会。总的来看,1983～1999 年,道琼斯指数平均每年的收益率达到了 16%。这比过去的两个同比阶段,即 1918～1929 年和 1950～1965 年更为突出。

回顾历史,这种回报率是很难一直持续下去的,事实证明也的确如此。从根本上来说,20 世纪 80～90 年代股市受益于多种因素的共同作用,这种情况是不可复制的。在股价持续低迷了 10 年以后,保罗・沃尔克(Paul Volker)于 1979 年成为美联储主席并致力于解决通胀问题,这大大鼓舞了美国股市,使投资者重拾信心。美联储以货币供给(所谓的 M1,由现金流和短期存款组成)为目标实施了一连串的加息举措。在这个过程中,这个举措成功地将通胀率从 1980 年的近 15%降了下来。通胀率降下来以后,美联储才能进一步降息(见图 5.4)。有效联邦基金率在 1980 年 12 月达到了 21%,但之后迅速下跌。然而,在 1981～1982年经济衰退结束以前,股市并没有开始回升(1982 年 8 月)。经济衰退一结束,经济迅速增长并在 1984 年达到了 7.2%的增速。同时,得益于大量税费的减免,经济出现了增长,但联邦政府债务膨胀率仍在名义 GDP 增速之下(见第三章中的图 3.8)。联邦预算赤字也随着降税而增加,但在 1983 年达到 6%的顶峰后开始下降。与此同时,财政部一般拥有名义 GDP 增速下增长的债务和强劲的资产负债表。通常,所有东西都有利于当时的经济形势。一位投资战略专家回顾了 1982 年牛市开始前的经济背景,并不无伤感地发现:“不幸的是,不同于 1982 年,如今不会再有这种巨大的市场跳板出现……显然没人会认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为过多的负面情绪会成为短期市场反弹的强大动力。但最终，基本因素在窄幅震荡和开始可持续牛市阶段之间有很大影响。”[1]



资料来源：Federal Reserve Bank of St. Louis。

图 5.4　消费者物价指数与联邦基金利率

在 20 世纪 90 年代来临之际，经济资产负债表还相对健康。联邦预算赤字(最终变为盈余)和政府债务(详见第三章的图 3.10)都有所减少；在 1995 年以前，贸易逆差一直处于适度状态(详见第一章的图 1.6)。总体来看，经济债务的增速大致与名义 GDP 的增速相同。但这些或多或少都是因为搭上了顺风车——风势强劲，将股市越推越高。实际上，个人计算机、互联网技术以及整个科技行业的发展才是股市惊人收益的真正推动者。而互联网热潮看似永远不会消退。从 1995 年初至 1999 年末的这 5 年里，道琼斯指数价格增至原来的 3 倍；该价格甚至超过了它在同一时期(结束于 1929 年 8 月)的增值。

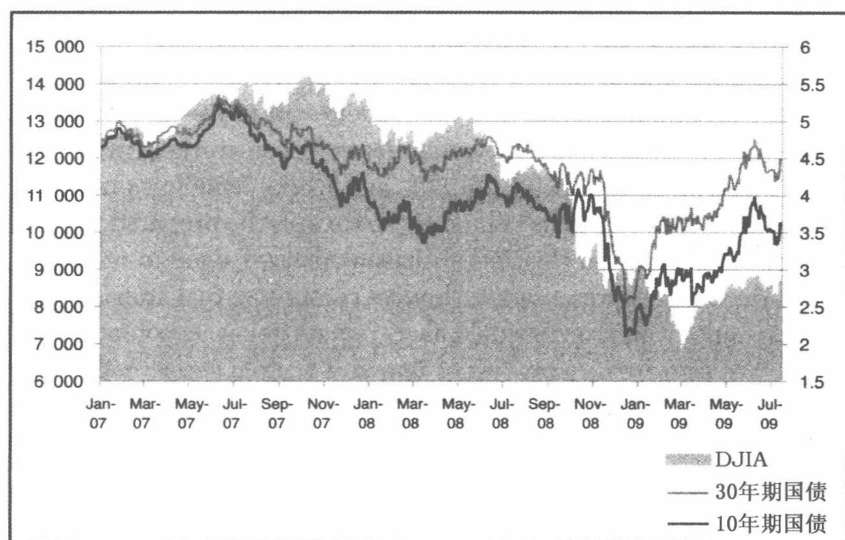
正如 1929 年一样，随着 2000 年技术泡沫的幻灭，一切都戛然而止。随后，2008 年经济危机爆发。自 2008 年至 2009 年中期，市场终于在艰难困苦中认清了整个美国经济中过度的杠杆率与风险累积(这一点在前面几章中已经讨论过了)。私营领域和国有领域的债务不仅以前所未有的速度持续攀升，而且呈加速趋势；与此同时，经济增长前景堪忧。在这种背景下，股市调整之路必将崎岖不

[1] Jason DeSena Trennert, “Remembering the Reagan Bull Market,” *The Wall Street Journal* (August 13, 2009): A15.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平,荆棘密布。已成为美联储总裁的珍妮特·耶伦(Janet Yellen)认为,美国与世界经济可能还将面对更多动荡。她说:“……稳健的经济已成为过去,现在的我们必须做好迎接巨大冲击的准备。”[1]美联储主席对众议院预算委员会发表了证词。他指出,当着手进行恢复时,仍有可能出现短时期的经济增长。他还说:“我们的金融体系与经济都还处于缓慢的修复之中。”[2]

当股市在 2009 年回升时,债券市场变得紧张不安;经济衰退率放缓。换言之,经济虽然没有变好,但是恶化速度也并未加快。图 5.5 与图 5.6 显示的是长期利率对股市运动的反应。当股票在 2008 年下跌时,美联储加快了联邦基金利率的下调;长期利率也相应降低。然而,自 2009 年 3 月开始的股票回升使 20 年期和 30 年期的国债利率恢复到危机前的水平;达到了 2007 年 3 月时的美联储紧缩周期峰值。当 2 年期至 30 年期的利率差由 2007 年初的“下跌—持平”扩大时,收益曲线也随之上升并于 2009 年 6 月达到了 362 个基准点。然而,当股票市场在 6 月份停止回升时,利率也随之下降;收益曲线与下降的长期国债利率持平。



资料来源:Federal Reserve Bank of St. Louis。

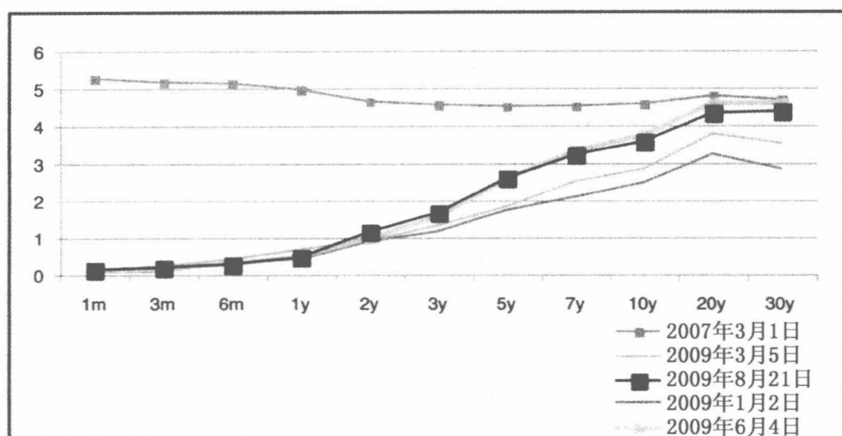
图 5.5 长期利率与股票价格

---

[1] President's Speech, Federal Reserve Bank of San Francisco, June 5, 2009. http://www.frbsf.org/news/speeches/2009/0605.html.

[2] Statement by Ben S. Bernanke, Chairman, Board of Governors of the Federal Reserve System, before the Committee on the Budget U.S. House of Representatives, June 3, 2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：U.S. Treasury Department。

图 5.6　收益曲线的变化

对于美联储试图复苏经济的努力而言，利率差的扩大与长期利率中的飙升是一种逆转。11 月，美联储公布了一个购买机构抵押贷款支持债券的项目。3 月，它将该项目规模扩大到 1.25 万亿美元；同时它还开始购买 3 000 亿美元的长期国债。上述计划在市场中的反应平平，因此联邦官员们开始担忧，债券市场的反应很有可能代表着投资者对大规模金融货币政策的惧怕。事实上，以上所说的种种情况恰好证明美联储正陷入进退两难的窘境中：在股市和经济活动中搭便车将导致利率的上升，从而破坏经济的持续增长。

当经济仍旧不景气且失业率上升时，对债券市场的担忧会变得格外使人焦虑。到 2009 年中期，失业率已经暴涨至 9.5%，不仅直逼 1983 年的失业率，甚至还有赶超它的势头。然而，20 世纪 80 年代初期的经济享有宽松货币体制刚起步的优势（从 18%开始），而且联邦预算也处于相对比较有利的状况。

在 2009 年中期，利率达到了 30 年来的最低点。2009 年 3 月，美联储颁布了美国国债项目；国债收益立即做出反应—— 一天之内下降了 10 个基准点。迄今为止，美联储已经在这个购买项目上花了 4 500 亿美元；到今年年底，它手中的可用资金还有 8 000 亿美元。但事实证明，该项目的收效短暂易逝。

上升的失业率和更高的利率也都对房地产市场的恢复造成伤害；而房地产市场正处于此次经济危机的“零点位置”。尽管美联储主席曾说他相信房价正在回归稳定，但房地产行业的景气晴雨表却显示前景极为黯淡。越来越多的人丧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失了抵押品赎回权；这其中不仅包括次贷持有者，还包括优质房贷持有者。随着失业率的持续上升，抵押贷款违约很可能会在信用度可靠的借款人群中蔓延；事实也正是如此。与此同时，随着 2009 年中期利率的攀升，抵押贷款再融资活动进入停滞状态；直到随后几个月利率松动时才得以继续。

利率上涨引发了联邦预算赤字上升和联邦资产负债的膨胀；政府刺激项目的根基由此变得更为复杂，甚至受损。而上述现象又会对美国向外界借款的能力产生影响。中国不仅已表达了它对美国财政管理的担心，还提醒美国，说会减少对美国国债的购买以及所持股份。可以确定的是，中国依赖于向美国出口来拉动经济的增长；而只有美国市场的广度与深度才能容纳它带来的盈余。再者，任何避开美元来使其外币持有股份多样化的行为都需要时间。中国对美国金融体系和经济的怀疑已经显露无遗，而且它已经开始采取措施减少对美元的依赖，例如，与周边国家商定，指定人民币来进行贸易结算，尽管这些措施现在看起来无关紧要，但中国已经在进行中。

连德国总理默克尔(Merkel)也为中央银行感到担忧，她觉得中央银行在对抗经济危机中付出的努力已经够多了。默克尔说："我对央行的能力以及英格兰银行如何在欧洲地区独辟蹊径以求谋得生路持怀疑态度。"而欧洲央行(ECB)也因国际压力而做出了让步，决定购买债券。默克尔还说："我们必须团结一致，重新回归独立而合理的央行政策；否则只需 10 年，我们便将再次陷入今天这种局面。"〔1〕

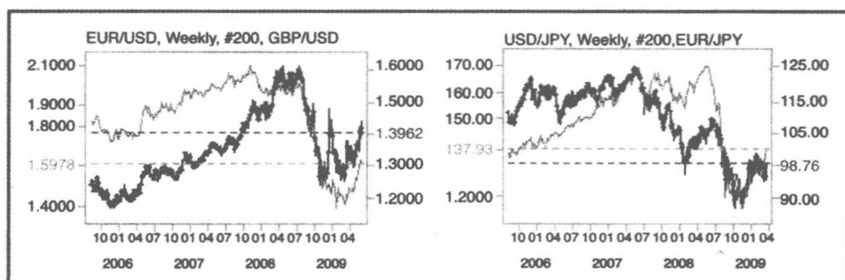
美元已经嗅到了这些危险气息；从 2002 年开始，它就开始设法扭转颓势。当经济危机在 2008 年中期加剧时，美元比欧元和其他外币都要强硬；国际投资者们纷纷涌向美元，将其作为安全避风港。作为货币债权人的日元也重新焕发活力，而且日元的势头变得同美元和欧元一样强硬。

2009 年 3 月，随着银行业危机的最坏阶段成为过去，这些规避贸易也得到了逆转。中国人民银行行长周小川曾发出号召，要求建立一种新的国际货币单位来代替经营不善的美元；在此号召下，日元和欧元收复了大部分失地(如图 5.7 所示)。周小川曾得到美国财政部长的赞誉，被称为"深思熟虑、小心谨慎"

〔1〕 Craig Torres and Brian Faler, "Bernanke Warns Deficits Threaten Financial Stability(Update4)," Bloomberg. com, June 3, 2009. http://www. bloomberg. com/apps/news? pid=20601087&sid=ahrOZ.gd85yc.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的杰出央行行长。[1] 周小川在其名为《关于改革国际货币体系的思考》的文章中提到:“超主权储备货币不仅克服了主权信用货币的内在风险,也为调节全球流动性提供了可能。”[2]此外,他还认为:“这些能极大地降低未来危机发生的风险,增强危机处理的能力。”这正是他发出号召的原因。就在周小川发表这篇文章的前几天,中国总理温家宝曾就经济危机相关问题答记者问。温总理说:“我们把巨额资金借给了美国,理所当然要关心我们资产的安全。”[3]



资料来源:www. dailyfx. com。

图 5.7 美元 vs. 欧元和日元

因此,我们现在面临的就是这样一种状况:新的旅途开始了,美国陷入高负债经营的困境且前景不断恶化;经济增长速度低于标准;民众就业率与储蓄和资产的前景一片黯淡;市场力量的迫切需求使我们在各方面都受到牵制;依赖于那些也许并不可靠的外国政府施与的好意或同情。但是,相对于所有使经济陷入困境的行业而言,股票市场显然已经开始回升。正如以往经常做的那样:保持自己前进的势头,只在最意外的时刻改弦易辙;如此一来,那些仅仅依赖华尔街专家意见来草率处置自己毕生储蓄的投资者们又将受到伤害。

[1] Ariana Eunjung Cha, “China Confident in U.S., Geithner Says,” *Washington Post*, June 3, 2009. http://www. washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2009/06/02/AR2009060200571.html.

[2] Robert Lenzner, “Dollar Slams Up Against a (Great) Wall,” *Forbes*, Friday, March 27, 2009. http://finance. yahoo. com/banking-budgeting/article/106817/Dollar-Slams-Up-Against-a-Great-Wall.

[3] Robert Lenzner, “Dollar Slams Up Against a (Great) Wall,” *Forbes*, Friday, March 27, 2009. http://finance. yahoo. com/banking-budgeting/article/106817/Dollar-Slams-Up-Against-a-Great-Wall.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

展望未来

预测未来是一项颇具风险的事业：不仅容易被错误的因素误导，受到对历史误读的影响，而且还因时光流逝和情绪因素而变得更加扑朔迷离。然而，前景越是模糊，形势则越发清晰：投资游戏的受欢迎程度开始下降；可能发生的情况越来越复杂；胜利将变得捉摸不定和难以把握——这种情形正如 20 世纪 80～90 年代一样。正是带着这种担忧，我们放眼未来。我们只求对未来形势有所了解，而并非一定要绘出一幅详尽的蓝图。我们所持的观点就是，"除非天气不错，否则不宜出行"。将这句话献给那些把储备金作为退休后收入来源和依靠的储蓄者与投资人。

我们从 2000 年的熊市开始回顾，这更能引人入胜。人们已经承受了太多损失，而这其中的许多狂热散播者都已远去。或许风险过度累积的情况已经从体系中逐渐抽离。但市场的崩溃主要局限在科技股方面；这与 2008 年的大跌不同，这次不属于系统崩溃。这也解释了为什么纳斯达克指数的跌幅为 80%，而道琼斯指数跌幅"仅为"纳斯达克指数的一半。现在回过头去看，身价不菲的科技股在针对市场做出调整后便找回了它一贯优雅的平衡。另外一点值得回忆的是它在 2007 年恢复的高点：纳斯达克指数仅为 2000 年所创纪录最高点的一半！直到 2008 年，它也才达到 2002 年的较低点；未能开辟出新天地，不像道琼斯指数和标准普尔 500 指数(S&P 500)那样拥有大量交易额。而此次系统崩溃首当其冲的正是道琼斯指数和标准普尔 500 指数。

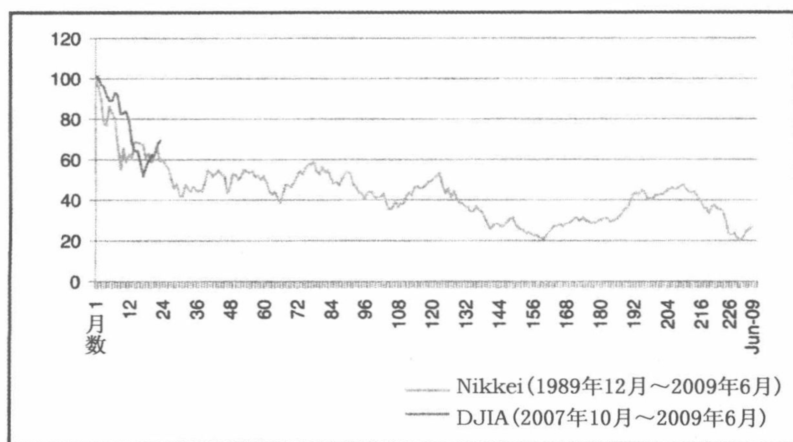
在 2008 年的经济危机中，经济进一步衰退和萧条；不平衡程度甚至远超 2000 年。前景堪忧，联邦财政赤字上升，所有经济部门资产负债表中的杠杆率达到史无前例的高度。科技股泡沫的幻灭带来的所有调整均宣告无效。新积累超额部分并非仅存于某一部门，而是贯穿整个系统：从房地产和银行业到家庭和各级政府(联邦/州/地方政府)。只有根本性的调整才能使经济回归正轨。在此之前，股票市场只能打打嘴仗，顽固坚持自己的回升趋势。

道琼斯工业平均指数与日经 225 指数

让我们从 2007 年 10 月的股市峰值入手，将它与日经 225 指数在 1989 年 12 月所取得的峰值进行对比。毕竟这些数据都属于两种指数的历史最高值，且二

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者都出现在房地产投机的浪潮之后;在二者的泡沫分别幻灭后,房地产投机便同样将它们都拿下了(详见图 5.8)。从图中我们可以看到,日经 225 指数沉寂了 20 年,而道琼斯指数的噩梦才刚刚开始。即便如此,道琼斯指数从 2007 年 10 月开始的崩溃仍然与日经 225 指数在 1989 年峰值后所出现的崩盘惊人地相似。到目前为止,道琼斯指数的回升幅度也与之相似。



资料来源:Dow Jones & Co.,http://finance.yahoo.com。

图 5.8 日经 225 指数"失落的 20 年"与道琼斯指数

将图中所展示的相似点抛开是一件很容易的事。因为除了相似的房地产泡沫破灭与类似的政策回应,其他相似点都可以被视为一种假象或巧合——正如前面几章所讨论的一样。此外,尽管日本那"失落的 20 年"令人难以想象,却是真实存在的。而如今美国正在经历这种充满不确定性的阶段,而且处境更差。

显而易见的是,美联储已经意识到这种危险。日本在其房地产与股市崩盘后经历了通货紧缩的风险;美联储主席伯南克对此深有研究。因此,美联储为系统注入了大量资金,它也知道自己所缺的就是钱。美联储只求经济能在它执行"撤退战略"前回归正轨。美联储制定了一份总额为 1.75 万亿美元的收购计划,用于购买抵押贷款证券和美国国债。通过"撤退战略",美联储不但可以提高利率,也许还能收回它通过收购计划所注入的部分流动资金。5 月份,伯南克在亚利桑那州凤凰城对银行家们表示:"当经济出现上涨态势并且房地产市场恢复的时候,就是停止收购的时候了！那时将不再需要联邦的资金援助,我们当然就会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逐渐停止资金支持了。"[1]我们一定能走出困境！

货币政策与通货膨胀

彭博社的一项调查显示，市场希望联邦基金利率能在2010年的第三季度上升到1%。与此同时，联邦公开市场委员会的一项长期预测认为：价格将上涨1.7%～2%。一旦这些预测成为现实，那么联邦基金利率将大约比通货膨胀率低1%。当然，这个结论的前提是，联邦基金利率已经上升至1%。

如果美联储将这个计划坚持到底，那么该计划将成为一场精妙的平衡行动。曾有经济学家评论说："在他们能够出售之前，还有很长一段路要走；如果真有（指在债券收购计划中购进的债券）……他们是否能通过提升资产状况来提升利率呢？答案是肯定的。他们是否能做得干净漂亮呢？答案是'我们不知道'。"[2]美联储在20世纪70年代面临的也是这样进退两难的窘境。当时的结果是，美联储让利率落后于通货膨胀，因为他们担心紧缩的货币政策会阻断经济的增长。

在目前的经济危机中，美联储要面对更多的挑战。这些挑战源自庞大的资产负债表、各行业空前的负债水平（且该水平还在上升）和严重衰退的经济状况。此外，在接下来的几年中，联邦财政赤字被设为接近GDP的10%；而20世纪70年代的财政赤字大约为4%。因此，过早地使用"撤退战略"来采取措施（如出售已购债券和增加利率）从系统中收回流动资金，势必触发连锁反应；这不仅会破坏经济增长，还极有可能使整个经济陷入新的资产负债表困境。美联储主席伯南克已经在多次讲话中清晰地表达了他对这些问题的担心。例如，他（时任美联储总裁）曾在2002年的一场演讲中谈道：可接受的通胀范围是1%～3%。美联储主席还说："其次，美联储应当最为认真地承担起它的职责，确保经济中的金融稳定。当然，它也正是这么做的……再次……当通货膨胀已经较低且经济基础突然恶化时，中央银行在降息过程中必须先发制人，手段也应比平时更强

---

〔1〕 Alister Bull, "Bernanke Says Fed Has Exit Strategy from Credit Policy," Reuters, March 20, 2009. http://www.reuters.com/article/newsOne/idUSN2028434620090320.

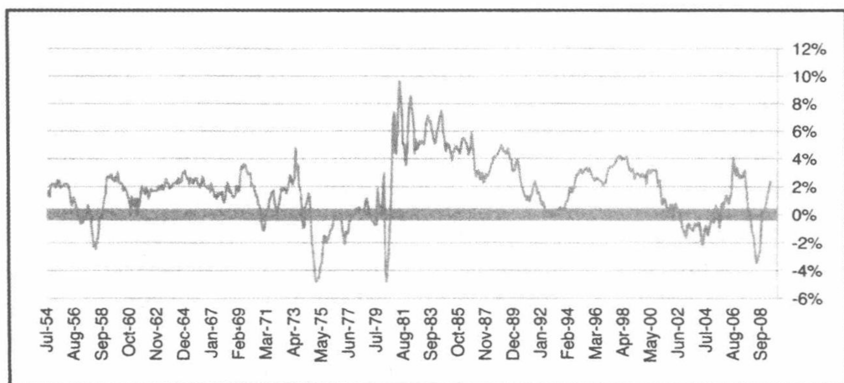
〔2〕 Craig Torres and Scott Lanman, "Bernanke May Explain Exit Strategy," Bloomberg.com, July 19, 2009. http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aNU.UkT9EB68.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

硬。"[1]在应对 2008 年经济危机时,他将所说的这些付诸了行动。鉴于窘迫的经济状况,美联储倾向于避免紧缩的货币政策,直到完全排除通货再膨胀的威胁。事实上,考虑到持续的通货再膨胀风险,它在 2001 年经济衰退时摆出的正是这样一种姿态。因此,一个清晰的实质性风险摆在了眼前,宽松货币政策立场将盛行相当长的一段时间,从而使经济获得治愈超额资产负债表的时间。这种情形同 20 世纪 70 年代如出一辙。

道琼斯指数:滞胀与 2008 年经济危机

如果在联邦财政预算赤字与债务水平上升的背景下实施上述通货再膨胀货币政策,股票市场又将会是怎样一番光景呢?最没希望的便是,美联储会将其有关通货膨胀政策的打算告知全世界。美元将会崩溃,长期利率将会高涨,偿债成本将变得难以掌控,而经济将遭受严重破坏。相反,正如伯南克主席不止一次所说的那样,"美联储相信高度宽松的货币政策立场将长期适用"。[2] 美联储可能会让基准利率低于通货膨胀率,正如 20 世纪 70 年代那样(见图 5.9)。



资料来源:Federal Reserve Bank of St. Louis。

图 5.9 真正有效的联邦基金利率

对于这一发展,股市可能难有良好的反应。因此,仔细研究股票价格在

[1] "Remarks by Governor Ben S. Bernanke,"National Economists Club, Washington, DC. November 21, 2002. http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/2002/20021121/default.htm.

[2] Mark Felsenthal and Alister Bull,"Unemployment Could Undercut U.S. Recovery: Bernanke,"Reuters, July 21, 2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1966～1982 年间的发展趋势将颇具启发性（见图 5.10）。考虑到货币政策的引导作用，1966 年后的超长市场低迷期绝非巧合。



资料来源：Dow Jones & Co.，http://finance.yahoo.com。

图 5.10　失落的几十年？

那段时期股票价格的变动轮廓线并不比日经指数“失落的 20 年”更受欢迎，这一点不容忽视。而最重要的是，在这两个例子中市场低迷所持续的时间都超出了任何一个投资者的忍耐范围。最后，无论如何股票都属于糟糕的投资。

牛市来了吗？

不难想象，自 2009 年 3 月以来的回升可能会变成一种多年的延伸，正如前几次崩溃余波中的增长一样。美联储可以将抑制美元的时间延长，而联邦政府可以推出一系列类似“旧车换现金”的项目。这是印刷纸币与赤字开支带来的强大动力。较处于历史范围中部的市盈率倍数而言，当前的股权价值根本就谈不上便宜。尽管如此，人们购买股票的动机基本上都是想等它升值。在 1989 年峰值出现的前几年，日本便是这样一番景象。而在 2000 年科技股泡沫幻灭之前，我们也看到了这种现象。2008 年金融危机爆发前的股市多年发展是建立在由放松的信贷与飞涨的房价组成的“金字塔骗局”之上的。2008 年 9 月，在雷曼兄弟公司被财政部和美联储抛弃而走向破产之前，股票市场几乎没有意识到次贷金融濒临崩溃和银行濒临破产的风险。到那时为止，价格下跌看起来只不过是对之前 5 年不断回升的修正。待到认清事实，人人都试图从艰难的夹缝中逃生。

除非有其他得到证实的因素，事实上，股市的变化规律一直是由节节攀升的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格来调节。在当前周期中，美联储迫不及待地想要伸出援手：方法之一是将联邦基金利率保持在接近零的位置；其次便是在“较长时间”内货币化购买长期债券。到目前为止，联邦储备局唯一能安慰自己的一点就是，国家尚止步于通货膨胀期外——也是通货紧缩期外。

实际上，自前年开始，产品价格指数就开始逐年下跌，每年的下跌速率都达到了两位数。而且近几个月的下跌速度更快。2009 年 7 月下降了 16%，这是自 20 世纪 30 年代的经济萧条期后前所未见的。显然，商家们发现已经很难将生产成本的增加转移到消费者们身上。消费者物价指数也在下降；尽管这种下跌的成因主要源于食物和能源价格的下跌。因此，美联储有足够的理由将利率维持在接近零的水平。直到这些价格通胀指标以持续上升的姿态出现，“债券义勇军们”(Bond Vigilantes)将没有像样的理由把长期利率推得更高；即使外债堆积已经发出红色预警——至少也得拖到中国和其他外国债权人再次抱怨或警告美国，他们将减少购买国库券。然后，美元可能就会开始急剧下跌，成为出售股权的理由与警告。

新一轮经济危机，新一轮紧急援助

再次崩溃的股市给经济带来了沉重的消极影响；而这次将很难再通过降低利率、量化宽松或联邦政府的经济刺激计划来扭转不利局面。利率已经很低了，即使再降也难以产生良好的效果；而联邦资产负债状况也已经十分紧张了。鉴于国会中还有反对党的席位存在，联邦政府会发现其财政赤字与创纪录的债务将使它难以(也并非完全不可能)再获得哪怕 1 万亿美元(用作紧急援助与刺激性支出)。在纳税人提供了补贴资金之后，银行一边公布利润，一边将不良资产记在资产负债表中；它们可能会发现自己的财政实力不足以承受新的坏账与贷款违约。与此同时，家庭也难以承受新一轮的打击；数万亿美元在股票与房地产中打了水漂，更别说他们还得面对上升的失业率和低储蓄率。

其次，当债务庞大到无法支撑且需依赖外国债主的施舍来资助它的持续支出时，这种经济增长能持续多久呢？在某国纸币失去国际地位且它的社会结构被撕裂之前，这个国家又能承受多少次破产、维持多久的虚假繁荣呢？

当下一场危机降临时，可能就找不到任何资金来援助银行、业主、消费者或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政府；除非美联储开足马力大量印钞。但全球市场可以通过飞涨的利率、美元的崩溃和股价的下跌来表达它们的不满。

到那个时候，即使面对的是坏消息，股票也可以持续上涨；只要这个“坏消息”的严重程度在预期之内。在证券投资市场中，乐观与希望总是存在的。

最大的危险在于储蓄者和长线投资者们可能会被华尔街版本的真人秀所吸引，当他们意识到一切都只是作秀时，剩下的就只是失望了。而他们的毕生积蓄将再一次付诸东流。

其实也不必如此。

首先，我们在接下来几章中会讨论到一个投资框架和投资策略，可以帮助长线储蓄者们的储蓄额得到增长并带来长期的财富；其次，我们可以规避股市带来的虚假承诺与幻象；最后，我们时刻准备利用股市(你没看错，这是真的！)与全球市场中的机会来提高回报与增加收益。在下一章里，我们将综述几个近期开始投入实践的投资理念模式，看看它们距离实现到底有多远。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章　投资模式:信仰与现实

股票市场在 20 世纪 80 年代拉开序幕,其具有历史意义的上升期持续了将近 20 年。股票的上涨趋势几乎没有中断,投资者纷纷进入股市。根据美国联邦储备委员会发布的资金流动报告(FFA)显示,在家庭金融资产中,直接持有股票所占百分比在 1999 年就达到了 28.4%。包括固定供款计划和设定收益计划中的间接持有股票在内,股票占家庭财产的比率上升到了 50.1%。2000 年初正是击败熊市的好时机。

2000 年和 2008 年,熊市造成了大量的财富流失,实际损失远远超出主要指标下降的百分比。2008 年末,道琼斯工业平均指数普遍降为 1999 年末的水平。这是否意味着投资者的资产也回到了 1999 年呢? 答案是否定的。2008 年末,家庭持有股票比 1999 年少 29.5%;10 年来损失的 5 万亿美元不仅抵消了投资收益,同时也用光了当时投入市场的追加资本。不论以哪种标准,每户持有的股票数额大幅度下降,甚至远远低于 1999 年末的水平。就股票占金融资产的百分比而言,2008 年末为 29.7%,比 1999 年减少了 40%。就股票占总资产百分比而言,2008 年为 18.5%,与 1999 年的 32.5%相比下降了 47%。

自 2009 年 3 月的低迷期过后,股票市场开始恢复。然而,根据道琼斯工业平均指数或标准普尔 500 指数等主要指标,此次回升仅仅挽回了 2007 年 10 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(达到峰值)以来的部分损失。两个指标均显示，距离峰值时的水平总共还损失了 40%。重要的是，这些指标值与 2008 年 10 月严重的银行危机冲击市场时几乎是一样的。此次恢复与过去的几次回弹似乎没什么差别，这也是市场度过恐慌期的特征。尽管如此，许多投资者正在考虑回到市场中，尤其是在某位战略家大声宣称“股市将持续上涨”之际。[1] 另一位互联网时代的市场“圣人”则从未承认过低迷期，他宣布：“我们认为新的牛市已经开始。”[2]投资者是否应该利用此次回升的机会，至少出售持有的部分股票？再想一下，投资者在他们的证券投资组合中应该持有多少股票？他们究竟是否应该对股票进行投资？

要回答这些问题，投资者只能依靠过去 20 年股价上升的神话和古老信仰。面临着亏损、高度不确定的经济前景以及未来股票收益的可能性，投资者担心太早回到市场会产生更大的损失。但是，他们很难拒绝内心对于挽回风险的渴望以及推销商的刺激。许多投资者不得不卖掉全部或部分投资项目，用于养老、大学教育或其他大项开支。最重要的是，多年来受到上涨行情的诱惑，他们很少关注短期投资需要注意的种种问题：

● 资本保全——如何在股价剧烈变动的市场中保全资本？或者在持续的市场低迷期应该怎么做？

● 流动资金需求——如何持有足够的流动资金，以满足周期性消费需求和其他义务？在不影响生活开支和其他支出的前提下，怎样避免在疲软市场抛售股票？

● 风险管理——怎样管理投资风险，以避免巨大损失？

● 非传统投资——投资者经常收到大量的投资推荐信息、投资项目甚至包括几乎没有任何说明的商品等。这些风险资产对无法承受惨重损失的退休人员或储蓄者来说合适吗？要知道，在 2008 年此类商品基金就曾遭受过严重损失。

我们将在下文继续探讨这些问题。让我们暂时先关注投资模式的各个方面，这些模式使投资者在 2000 年的熊市和 2008 年的崩溃中猝不及防。

---

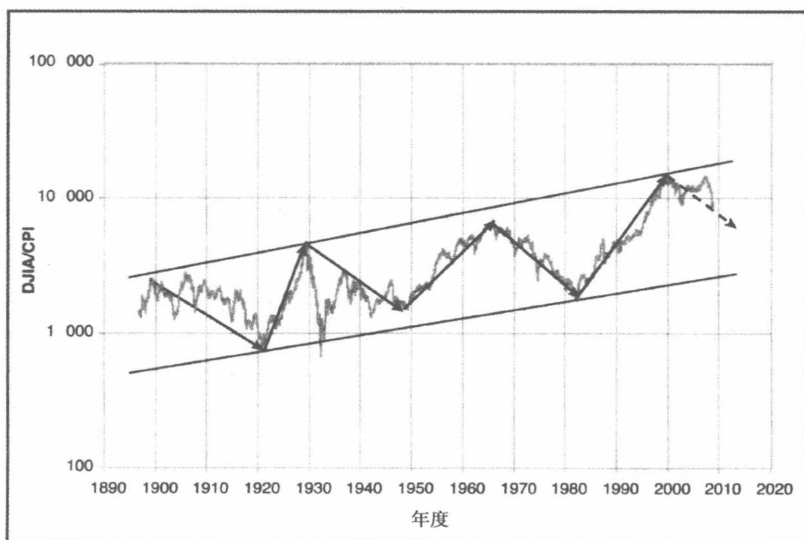
〔1〕 Tim Bond, “Insight: Learn to Love the Recovery,” *Financial Times*, July 29, 2009. http://www.ft.com/cms/s/0/3c4c37ba-7c51-11de-a7bf-00144feabdc0.html.

〔2〕 Caroline Valekevitch, “Goldman Sachs’ Cohen: New Bull Market Has Begun,” Reuters, August 6, 2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资股票对抗通货膨胀

通货膨胀是对资产的诅咒。它能腐蚀购买力，同时通过更多的政府减税(由于通货膨胀，纳税等级会提高)来降低财富和收入。因此，为防止通货膨胀的腐蚀性影响，理财专家建议投资者投资股票。如我们所见，股票是反通胀斗士，它在1983～1999年市场持续上升的16年里给大家留下了深刻的印象。然而，如果在道琼斯诞生初期再次拉开历史的帷幕，可以发现股票调节通货膨胀的作用微乎其微，甚至比不上我们前几章所看到的名义回报。图6.1是1987年开始通货膨胀之后道琼斯指数收益的图示。注意，该图是以对数分度绘制的，呈现比例变化关系。图中有3个股票上升幅度明显超过通货膨胀的周期，也存在3个股票明显下跌的周期。6个周期相继出现。第1个上升周期出现在20世纪20年代，持续了10年；接下来2个上升周期持续了20年左右。然而，3个下降周期均持续了将近20年。当前的周期始于2000年，正在下滑。道琼斯指数会重复之前的周期，比通胀落后10年或更久吗？显而易见，图表形象地表明通胀调整股票收益将急剧下降。这与前几章对经济及其前景的分析结果一致。



资料来源：Dow Jones & Co.; Courtesy of MDP Associates。

图6.1 通胀调整的道琼斯工业平均指数收益(对数分度)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而,还有一件事也很明确:由于这种种原因,股票作为反通胀斗士的前景不容乐观！相比过去,投资者对待股票的态度应更谨慎和迟疑吗?

但是,我们为什么要把股票作为通胀时期的有利投资呢?难道没有人听过“金发女孩”经济吗?股票不冷不热时是最好的。即便这样,还是需要稳健发展的经济来支持股票上涨,就像20世纪90年代那样！股票在20世纪70年代的通胀时期和宽松货币政策中的表现并不算太好。当通货膨胀率稍高时,美联储就会提高利率,不管他们是否愿意。就是否愿意这一点,美联储主席早就已经申明,这正是他准备采取的货币策略——延长货币宽松期。到期债务的持有人(这里涉及的范围十分宽泛,如持有循环贷款和重置抵押贷款的美国政府、工商企业以及消费者等)会发现,美联储的“撤退策略”将帮助他们获得融资,保证他们照常营业。或者他们也可能觉得借款成本昂贵,所以选择关闭企业。这种情况下,最好记住银行在借款方面一直都很慷慨。其次,中国也许会救我们,因为他们一直都是这样做的,不是吗?因此,现在除了山姆大叔,我们还能向中国大叔请求帮助吗?但请记住,尽管山姆大叔在金融援助方面一直很慷慨(有些人说是被误导的),但它还是对雷曼兄弟公司说了“不”,由此情况变得一团糟。

平衡损失

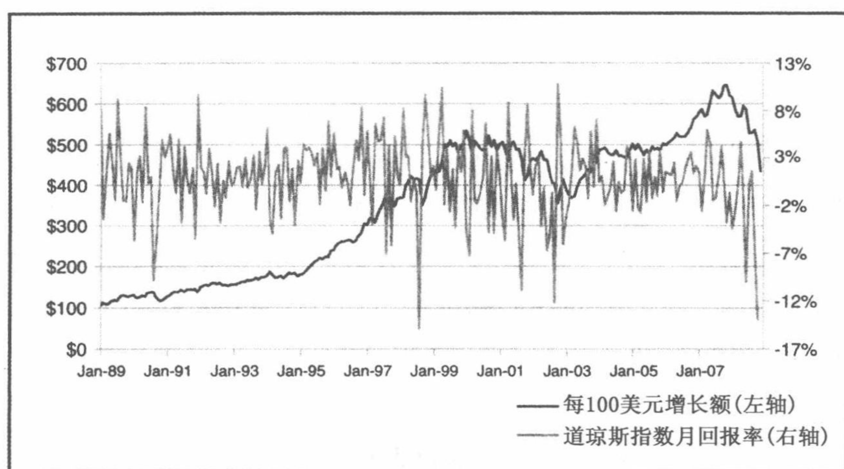
行情上涨之际,投资十分简单。然而,如果投资者担心购买股票后股价会下跌怎么办?华尔街顾问提供的标准答案是,采用成本平均策略:暂时少买一点,以后再买更多的股票。在市场行情不稳定时,华尔街通常想吸引更多的投资者。另一种说法就是,“再等一下,市场马上就会回升了！”

在401(k)计划中,往好的方面看,成本平均策略对长期储蓄者来说是有效的。但是作为一种股本投资策略,很难对其产生实际应用。不管怎样,该策略依市场上涨情况而定。

在这种策略中,投资者会定期投资一部分钱在股票中。因此,投资者每个月可能会留出100美元(或其倍数)对股票市场进行投资,不管他们对股票市场的期望和感受如何,也不论股票市场是上涨还是下降。401(k)计划的投资者是这种策略的常规参与者,尽管他们会根据市场变化不时改变对股票的投资额。然而,对现金流量、收入和可用储蓄不确定的人,则很难适应其规则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 6.2 显示了 1989 年投入市场的 100 美元投资额的增长情况，以及 1989 年 1 月至 2008 年 12 月间的 20 年里道琼斯工业平均指数的月收益。这 100 美元的投资已经涨到 430 美元了。因此，如果投资者在 1989 年一次性投入 24 000 美元，那么在 20 年后就会涨到 97 200 美元。假设投资者从 1989 年 1 月开始只在每月初投资 100 美元，而总投资仍然是 24 000 美元，只不过这些投资是分 240 个月完成的。表 6.1 展示了这两种策略（一次性投入和成本平均策略）在过去 20 年 4 个时期内的结果。



资料来源：Dow Jones & Co.。

图 6.2 道琼斯工业平均指数：月收益和投资增长

表 6.1 **一次性投资和成本平均策略的对比情况** 单位：美元

	1989～2008 年 20 年	1994～2008 年 15 年	1999～2008 年 10 年	2004～2008 年 5 年
投资策略	24 000	18 000	12 000	6 000
一次性投资的期末值	97 130	42 081	11 471	5 037
b1：成本平均策略	37 846	19 798	10 063	4 679
b2：利息收入	7 170	4 028	1 785	443
B(b1＋b2)：成本平均策略的期末值	45 016	23 826	11 848	5 122

资料来源：Dow Jones & Co.。

如果第一个月的投资是 100 美元，剩下的 23 900 美元可用于短期投资，如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个月的定期存款等。同样,第二个月剩下的 23 800 美元和第三个月剩下的 23 700美元也能用于类似的投资。这些初始投资和 240 个月内剩余月份的利息收入(假设年利率是 3%)也会计入成本平均策略的收益。

如表 6.1 所示,在整整 20 年里,一次性投资策略的回报是成本平均策略的 2 倍多。当市场的物价上涨时,就如 15 年和 20 年的时期内,两种策略的收益都很高,但是一次性投资策略的利润远远高于成本平均策略。5 年和 10 年期间(最后两列)与多变的市场相符。在 1999～2008 年间,科技股泡沫破裂和 2008 年的金融危机打断了市场的上涨势头;其间,股市在 2003～2007 年间急剧上升。在 2004～2008 年的 5 年期间始于市场底部,初始阶段市场急速恢复,之后在 2007 年 11 月开始了严重的衰退。在这两个时期,不管是一次性投资策略还是成本平均策略都没有明显的优势。

重要的是,两种方法都在这些市场中产生了资金损失。如果市场急剧下跌,成本平均策略的损失较小,因为在此类市场中,手中的股票越少越好。然而,如果市场处于周期性的上升和下降阶段,就如表 6.1 中的 5 年期和 10 年期一样,那么成本平均策略并不能保护投资者不受跌价风险的影响。在长期牛市中,这种策略显然不是上策。

这里需要强调的是,不管是一次性投资策略还是成本平均策略都依赖于市场的上涨情况。实际上,如果市场持续上涨,你有可能会立马投入资金,而不去考虑成本平均策略;如果市场处于下降期或者上升和下降的循环期,就如 2000 年和 2008 年的经济低迷期一样,那么两种策略都会产生损失。《投资者商业日报》(*Investor's Business Daily*)上的一篇文章概述了一家大型共同基金公司所做的研究,并认为成本平均策略对“不良时期”来说是上策。该研究成果在 2008 年 10 月公布,而《当买入持有策略战胜了不良时期》这篇文章则发表于 2009 年 2 月,此时正是 21 世纪最坏的熊市阶段。在这种情况下,该研究运用 10.2%的长期平均回报率来预测未来 30 年的情况——从 2004 年开始。[1] 不考虑 2008 年的股灾,同时想想那些回报,投资者就有充分的理由购买股票或采取成本平均策略等!

---

〔1〕 “When Buy-and-Hold Beats Bad Timing,” *Investor's Business Daily*, cited at InvestorsInsight. com. http://www. investorsinsight. com/blogs/forecasts _ trends/archive/2009/03/03/beware-bear-market-brings-out-tall-tales. aspx.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本亏损的回报、波动及风险

世界上几乎不存在毫无风险的人类活动:过马路时有可能被车撞;乘飞机时有可能发生坠毁;而跳伞运动很可能导致重伤或死亡。投资中,就算是短期国债等安全工具也有一定风险,即使这类投资受到美国政府的保障。然而,当人们逐渐熟悉一项活动后,感知其风险的程度会随着时间不断淡化,从而无法预料到真实的风险或损失。不同的人感知风险的能力不一样,同样容忍风险的程度也不尽相同。

综合考虑无数种对待风险的方法后,加利福尼亚大学的金融教授以及诺贝尔奖获得者哈里·M. 马科维茨(Harry M. Markowitz)在半个世纪以前提出了一套完美的理论,这套理论逐渐发展成为众所周知的现代资产组合理论(Modern Portfolio Theory, MPT)。[1] 理论简洁而完善,试图通过严格的数学过程解决一个棘手的问题:多少资产应分配为个人风险资产？然而,理论的应用前提是:投资者为理性人;投资者不存在贪婪、恐慌或其他非理性行为。所有投资者都是通过资产的预期回报及其风险这两个方面来看待股票市场的。

预期回报

你可能会问,预期回报在哪个时期产生？现代资产组合理论并没有给出答案,尽管该理论经过后人的修改会告诉你怎样解决所谓的多阶段控股问题;也就是说,你的投资时限分为多个阶段,而你对不同阶段的回报会有不同的期望。然而,你还需要大量的数学公式和高速计算机来解决这些问题。但是,投资行业有它的解决方法。假设未来 30 年股票的年收益平均值为 10.2%,如前文所述的《投资者商业日报》上的文章所示,那么请坚持你的股票投资组合。这就意味着你不应该出售所有股票;请紧握这些股票!

波动性

现代资产组合理论对风险进行了巧妙的定义。它利用数学结构衡量风险。该指标称为回报率标准差,或简称为标准偏差,又名波动性(见下文摘录“标准偏

[1] Harry M. Markovitz, “Portfolio Selection,” *Journal of Finance* (1952) 7(1):77—91.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

差”)。但是根据现代资产组合理论，“风险”实际上就是在一段时间内，投资者的周期性回报相对其平均报酬的波动幅度。如果波动性较强的股票产生了收益，或者波动性较弱的股票造成了亏损，你可能就不会觉得前者更具风险了。但是根据现代资产组合理论，仍然是前者具有更大的风险；这背后的数学原因就是，向上的波动与向下的波动一样危险，而实际上向下的波动更令人痛苦。

因此，在现代资产组合理论的世界，如果波动性或收益波动性保持一致，那么失败的投资并不比胜利的投资风险大。当然，人们的实际想法则不一样。他们会考虑损失，而波动性这个衡量指标不够完整也不够充分。然而，损失风险并不能简单地成为现代资产组合理论中数学公式的因素。

标准偏差

标准偏差很容易计算，它是股票或投资的实际回报相对其平均回报的偏差。举例说明，假设投资X在第一年、第二年和第三年分别能产生20%、25%和15%的收益。那么这3年的平均收益就是20%。各年的收益与平均值之间的偏差或差额分别是0(20—20)、5(25—20)和—5(15—20)。然后再对这些差值进行平方(0，25，25)、相加(50)、除以3，再取平方根。则该投资3年内的标准偏差为4.1%。

现在，假设投资Y在第一年、第二年和第三年分别亏损20%、25%和15%：情况完全相反。该投资的标准偏差还是4.1%，与投资X的结果一致。投资X在这3年里获得了72.5%的收益，而投资Y则亏损了49%，但投资X的风险却还是与投资Y的一样！这说得通吗？

道琼斯工业平均指数在1997年、1998年和1999年产生的年收益分别是22.6%、16.1%及25.2%。之后的3年里，它分别亏损了6.2%、7.1%和16.8%。1997～1999年间，道琼斯工业平均指数年收益的标准偏差是3.8%。[如果按月收益来计算(这也是常用的方法)，年度化的标准偏差会更高，达到17.5%。]这低于随后市场下滑的3年内的标准偏差4.8%，但相差不是很大。

然而，这类风险构成了讨论投资风险的基础，不管这种投资是共同基金还是股票。证券投资组合的风险到底有多大？这就要计算它的波动性！共同基金的业绩排名就基于此。我们通常按照波动性调整收益，并将其包装成风险调整回报，就好像这些收益都是毫无风险的。

为了使投资基金绕过风险资产，现代资产组合理论要求所有的投资者根据预期回报和标准偏差来做决定；然后再进行数学运算。不管多少股票都能构成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资组合的连续体，而这些股票的权重各不相同；这种连续体称为有效边界，而它所包含的投资组合是最理想的。

当然，专业的投资组合经理不会用这种方式安排投资组合。他们希望选择最好的股票——收益最大化的股票。他们几乎完全不考虑股票的波动性，不会根据现代资产组合理论安排投资组合。现代资产组合理论并不是做菜的食谱；它是一个充满智慧的概念框架，洞察理性人怎样在不确定的条件下做决定——他们会对风险和潜在回报进行评估。然而，投资行业却将该理论作为出售股票的便捷工具。

波动性和收益

高波动性未必会产生高回报，尽管这是现代资产组合理论的基本原则——高风险，即高波动性，能逐渐带来高收益。很多学术研究均表明波动性和收益并非紧密相关。[1]

为此我们进行了抽样调查，对标准普尔 500 指数的波动性及另外 3 只股票指数的波动性进行了比较，而巴克莱综合债券指数(Barclays Aggregate Bond Index)的波动性最低。这 3 只股票指数分别是罗素 3000 指数(Russell 3000)，代表交易活跃的市场；罗素 2000 指数，表示细价股；以及罗素 1000 指数，代表大型股。我们将观察以下阶段：1994～2009 年的 15 年里，市场具有上涨和下跌周期；2000～2009 年间；当前的熊市。表 6.2 反映了这一点。

表 6.2 **股票和债券的波动性和收益** 单位：%

	股票				债券
	罗素 3000 指数	罗素 2000 指数	罗素 1000 指数	标准普尔 500 指数	巴克莱综合债券指数
1994 年至 2009 年 6 月					
波动性(每月折合成年率)	15.66	19.84	15.71	15.51	3.88
收益率(累积)	167.12	142.21	162.67	163.35	140.10
2000 年至 2009 年 6 月					
波动性(每月折合成年率)	16.29	21.44	16.42	16.06	3.83
收益率(累积)	−22.67	14.00	−20.45	−25.98	76.83
2007 年 11 月至 2009 年 3 月					
波动性(每月折合成年率)	21.74	29.34	22.10	21.24	5.26
收益率(累积)	−46.85	−48.00	−46.93	−46.65	7.56

资料来源：Standard & Poor's。

[1] For example, J. Michael Murphy, "Efficient Markets, Index Funds, Illusion, and Reality," *Journal of Portfolio Management* (Fall 1977): 5—20.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对股票和债券进行比较,让我们感到意外的是,在 1994 年至 2009 年 6 月的 15 年里,债券只是稍稍落后于股票,这段时期内,股票经历了两次多年度的大幅上涨:1994～1999 年、2004～2007 年。对于债券来说,此阶段的年收益为 6.07%,而标准普尔 500 指数的年收益则为 6.45%。(如果没有 2009 年第二季度的股票上涨,债券将会超过股票。)同样,2007 年至 2009 年 3 月的熊市阶段,债券收益超过股票一大截。有趣的是,在 2000～2009 年的 10 年里,债券表现强于以上 4 个股票指数,开始获益,而股票却在亏损。显然,2004～2007 年的牛市时期标准普尔 500 指数 42%的收益,以及 2009 年第二季度“市场回升”期间 16%的收益,还是无法超越债券。

因此,收益与波动性之间没有非常大的关联,当前熊市下,所有股票指数下跌的幅度大致都相同,与市值和波动性无关。

波动性和损失风险

作为收益变动的测量指标,波动性并不能衡量损失风险或预测潜在的收益。为了评估对投资者来说非常重要的风险,也就是损失风险(不管是大额损失还是总的损失),我们将介绍统计度量和常规方法,以确定投资的可能损失。其中一个指标相当简单,即以往投资中的损失经验。投资者应该怎样看待一个具有 30%或更多损失历史的投资?在 17%的波动性面前,这个数字意味着什么?

不幸的是,关于股票投资或股票风险的讨论很少涉及亏损股票的经验。有些机遇促成了巨大损失期,就好像投资者所承担的损失不会造成严重后果。然而,这恰恰是股票市场的风险期——巨大损失的持续期,它影响到我们的现实生活,其影响不容忽视,我们更不能将其当作机遇。

就如前几章所述,我们已经经历过或即将面对此类股票市场。巨大的损失对财富积累也有重要影响,对此之后几章会讨论到。

高度不可能的风险

为了评估损失风险,金融机构会用到风险值(Value-at-Risk, VaR)这个指标;这也源自标准偏差。在大型贸易公司,风险值已经成为它们评估其所能承受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的最大损失的标准，且可信度较高。做这些估算时，现代资产组合理论的假设也很重要。最基本的假设是，投资的周期性收益（如日收益或月收益）是对称的钟形曲线，称为正态分布。在此假设下，任何投资的获益或损失概率都是一样的。这种钟形曲线可通过平均收益和标准偏差获取；根据这两个值还能估算 VaR 损失风险。

因此，在 95%的可信度上，一项投资的损失可能超出投资平均收益和两倍标准偏差之间的差额。因此，根据 1997～1999 年间的数据，道琼斯工业平均指数投资在任何一个月内损失 8.3%的可能性是 5%，折算为年度数据是 65%。当然，这种程度的损失应该引起投资者的关注。然而，发生变化的几率只有 5%。这个看似较低的概率使多数人冷静下来了，他们很容易感到自满。但是，或许因为投资并不是那么冒险，尤其是考虑到之前产生的收益：3 年内就有 78.3%的回报率！

这种心态无疑占据了金融机构管理层的思想，这些机构通常投资了次级证券或其他有毒按揭证券及衍生物。受到看似较低的潜在损失概率的诱惑以及过去巨大收益的吸引，投资者忽略可能发生的一些事。当不可能的事情发生后，大家都猝不及防。

此时，这种损失发生的概率并没有那么低。道琼斯平均指数有多少次产生过 30%及以上的损失？回顾历史，这种情况发生过很多次，只是在 2007 年 10 月之前的 3 年里没有出现过。这是嵌入风险模型的短期记忆，将发生风险的概率推到遥远的过去。稍有常识的人在碰运气的游戏（尤其是长期游戏）中连胜几局后，都会想到随着新赌局的开始，发生损失的可能性也在增加。但是在一个未来事件和短期记忆处于正态分布的世界里，连胜产生的是另一种情况。每一次赌局都是互相独立的，胜利的过去可以指导未来，就好像机会是无穷无尽的。

这就是个人投资者目前对待股票风险的态度。过去几年里产生的巨大收益极具诱惑。在根据蒙特卡罗模拟（Monte Carlo Simulation）进行定量风险建模的伪科学决心面前，亏损的概率好像在逐渐消失。历史告诉投资者，如果他们置身于股市之外会有损失，只有股票才能为他们提供未来，看看这几年的收益就知道了！然而，风险是真实存在的，并且会随着每月收益或每年收益而逐渐增强。当损失事件变得具象化，结果却是毁灭性的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分散投资,降低风险

常常有人建议投资者分散他们的投资。常言道,不要把所有的鸡蛋放进一个篮子里。分散投资可能会降低总体投资组合的风险。当一种投资失去价值时,其他的投资可能在增长或不会下跌太多。然而,如果投资组合中的分散投资集中在大量股票上,市场损失的风险并不能减少;风险是不变的。同样,进行分散投资时,如果带入比投资组合中现有资产类别风险还要高的资产,那么风险则会上升。

安全的分散投资

每只股票都有自己的故事,且任何股票都有可能完全失去价值,就像安然公司(Enron)和雷曼兄弟那样,但也有可能像谷歌(Google)一样运转良好,不过大部分股票都是平庸的。用现代资产组合理论的话说,这就是投资组合中的安全特定风险或非系统风险。如果你的投资组合中只有一种或少数几种股票,你可能有全部损失的风险(或大量损失)。然而,如果你持有充分分散的投资组合,一些资产的收益可能会抵消其他资产的损失。因此,就如同现代资产组合理论的假设或华尔街的实际情况那样,如果投资组合分散在代表市场的大量股票上,个人股票的非系统风险可以相互抵消,剩下的就是市场风险了。

这就揭示了分散股票共同基金是如何建立的。他们通过市场购买大量股票,这种投资组合只不过是市场本身。作为高级选股人,积极活跃的共同基金管理人会选择多元化投资组合,去掉优异选股机制带来的附加值,使其降为市场的平均水平。从投资组合收益中扣除费用和开支后,分散共同基金将落后于市场基准,学术研究中和很多报刊上都屡次报道过这种情况。同时,作为费用高昂的市场"翻版",分散共同基金无法保护投资者不受市场损失风险的影响。

那么,为什么还要投资分散共同基金呢?如果投资组合经理是高级选股人,他为什么还要留下市场风险而消除附加值呢?或者用现代资产组合理论的话说,他为什么要分散开潜在股票和个人股票呢?

资产类别多样化

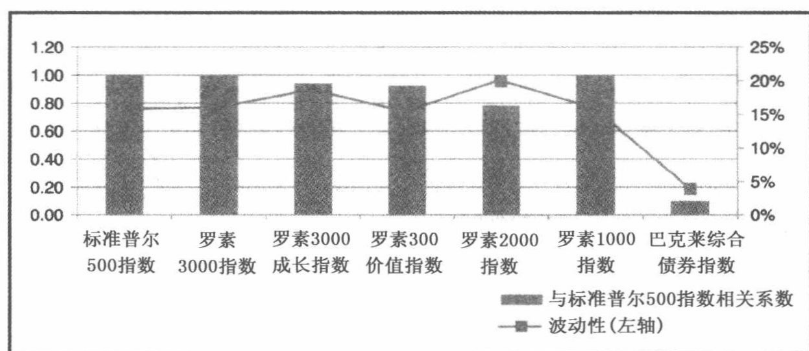
只要你持有股票,就有股票风险,这也是你需要承担的唯一风险。这样使其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他资产类别多样化就说得通了。这方面，现代资产组合理论为降低投资组合波动性提供了很好的见解和常识性指南。为了实现较低的波动性，投资组合应分散于互相没有关联的不同资产类别中。如果资产相互联系，那么投资组合的波动性就是各个资产波动性的平均值。在现代资产组合理论中，这种配对资产完全相关，它们的相关系数为1。如果你的投资组合分布在互不相关的资产中，那么投资组合的波动性就会低于资产的平均值。如果两种资产朝相反的方向变化，即完全负相关或相关系数为－1，它们之间的组合有可能使投资组合的波动性降为0。

市场专家也建议投资者进行分散投资，不过是针对股票市场的不同分支。因此，投资组合可能包含不同种类的股票——大型股、中型股、小型股、价值股和增长股等。然而，它们是由股票市场的不同部门发行的，就算种类不同，它们还是有股票风险。

现实世界中，股票市场不同部门的运营几乎是连在一起的；有时候联系可能不大，但是当股票市场下跌，市场的各个领域都会衰退。作为调查，我们计算了1994年至2009年6月期间标准普尔500指数与代表交易活跃市场、增长股、价值股、中型股和小型股的罗素指数之间的相关系数；这段时间包含两个明显的股价上升和下降周期。如图6.3所示，这些细分市场显然是高度相关的。这些部门之间的分散投资无法降低投资组合波动性或阻止市场衰退造成的亏损。实际



资料来源：Standard & Poor's，Russell Investments，Barclays Capital。

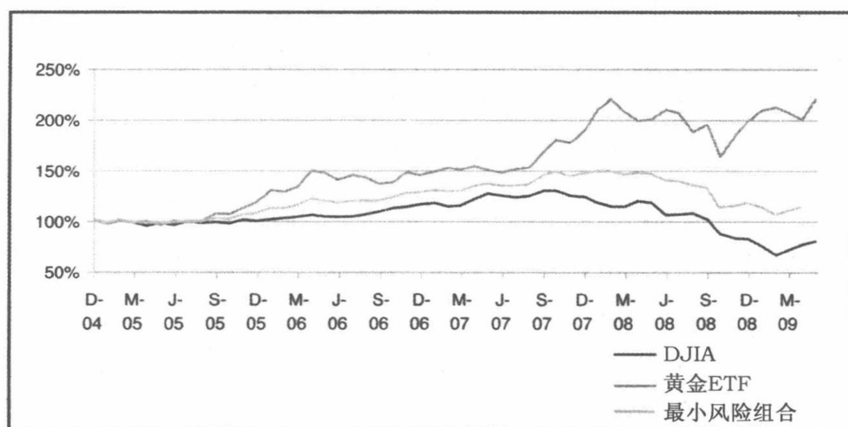
图6.3 标准普尔500指数：与不同股票部分的相关性(1994年1月至2009年6月)

上，在2007年11月至2009年3月之间的低迷期，标准普尔500指数和所有罗素指数的亏损均在44%～50%之间，而巴克莱综合债券指数却产生了7.6%的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益。1994～2009年间，除了罗素3000价值股指数，标准普尔500指数其实稍稍超越了其他罗素指数。同时，罗素指数的波动性与标准普尔500指数的波动性持平或稍稍高于标准普尔500指数的波动性。因此，在标准普尔500指数和罗素指数之间进行分散投资不会使价值增加，这种分散投资只会降低收益、提高波动性。在此期间，巴克莱综合债券指数恢复了149%，而标准普尔500指数为163%；它与标准普尔500指数的相关系数仅为0.1。

为了说明不相关资产间的分散投资，我们将考察股票(道琼斯工业平均指数)和黄金(交易所交易基金)的投资组合。图6.4给出了2005年1月至2009年3月期间两种资产的收益流。同时我们也看到了两种资产间最小风险(波动性)组合的收益率，这种组合方式下波动性是最低的。在该投资组合中，道琼斯工业平均指数占了62%，而黄金占了38%。



资料来源：Dow Jones & Co.，http://finance.yahoo.com。

图6.4 分散投资：股票和黄金

最小风险组合的波动性是11.8%，比道琼斯工业平均指数和黄金的波动性都低，而后两者的波动性分别为15%和19.2%。投资组合波动性怎么可能比基础资产的波动性还低呢？原因是在2005～2009年期间，道琼斯工业平均指数和黄金之间的相关系数仅为0～0.04。同样，整个时期最小风险组合的总回报是12.5%，其中道琼斯工业平均指数亏损了21.2%，而黄金的收益为119.6%。

尽管图标表明了不相关资产之间的分散投资威力强大，但它回避了问题的实质：前述投资组合中为什么要保留股票？股票的收益流如此不确定，且亏损的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

概率较大,为什么还要保留股票呢?股票低收益的可能性很大,为什么还要保留股票呢?

市场回温!

我们还有另外一种选择。到2004年末为止,股票市场在2000年的熊市后强劲复苏。一位投资者(约翰)看到他的投资组合与市场一同回升。然而,他担心失去上涨的势头。这一年结束了。道琼斯股票几乎涨到了1999年的历史最高点。美联储从7月开始每月提高利率。约翰同他的邻居(一位经济学家)谈论经济、不断上升的联邦预算赤字,以及其他事情。他告诉邻居,他不想经历过去几年的痛苦。“乔,我快窒息了!我不想再次看到自己1/3的储蓄消失得无影无踪!”同往常一样,他的邻居,一位优秀的经济学家,向他解释:“一方面,事情的确是这样的;但是还存在另外的可能性。”然而,在约翰的不断刺激下,他说:“你为什么不把大部分钱投入债券呢?股票可以少投资一些。”

“也许你可以把投资组合中的80%放在定息债券上;目前也有很多好的债券基金。”这位经济学家继续说道。然后他列举了一些有名的债券基金以及其他债券基金。他还提到了梯形期限的固定收益组合。经济学者继续说:“至于其他的,股票中保留10%,剩下的投入新兴市场。”邻居继续说道,并且提出新兴市场的前景很好。“如果我们的股票市场上涨,新兴市场的前景便十分乐观。如果情况不好,我们或者新兴市场都无所谓。它们都会下降。在新兴市场上,你至少不会亏。你还可以投资黄金;你可以使用黄金交易所交易基金。”他补充道:“你要知道,美联储已经提升利率;他们担心通货膨胀。”

第二天,投资者约翰去见了他的金融顾问,并同他谈了邻居的建议。顾问知道约翰投资太多债券后变得狂暴:“约翰,你是我的朋友!我不能让你这么做。市场一直在上涨!”在约翰告诉他会购买新兴市场基金后,顾问平静下来了,这是顾问几个月前就推荐过的方案。“约翰,新兴市场一直居高不下。”约翰问:“你认为黄金怎么样?除了在新兴市场投资5%外,我还想投资5%在黄金上。”

我们不知道最后约翰是怎么做的。据说顾问会随时给约翰留消息。“约翰,市场今天又上涨了200个点!”但约翰还是按照经济学家的建议做出了选择,近期他的顾问也同意了这种做法,到2009年为止,他的投资资产组合很可能超越

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之前的股票投资。

事实证明，股票属于风险资产，有很大的损失风险，同黄金、商品或新兴市场一样，不过投资者一般都不会考虑将后者纳入其投资组合。然而，它们可以产生可观的收益，但也极具风险。

那么，你为什么要把股票视为投资组合中必不可少的成分呢？

股票回答你(这不是含沙射影)，这自然是因为股票总是上涨的！

是吗？显然不是！

长期投资和最终财富

长期投资的悖论是：你可能期望长期投资，但市场很可能违背你的意愿，缩短投资期限。

有人告诉你，不要期望在购买股票后马上就能赚钱。从长远来看，股票比债券更能产生收益，防止通胀。因此，你在股市待的时间长达 10 年、15 年甚至 20 年，并且随着时间的流逝以及市场的上涨投入更多资金。很快，你一生的积蓄大部分会进入股市。然后有一天，市场不知为什么突然崩塌了(连专家也没预测到，此时人们还在为更多收益而欢呼)，而你则损失了大部分的积蓄。

那么，这个长期是从哪里结束的？短期又是自哪里开始的？假设一位投资者计划 65 岁退休，但是在 55 岁时遭遇了 2001 年的股票熊市。给这位投资者的一般建议是：继续保持投资，等待市场恢复。2008 年，这位投资者 62 岁，离他退休还有 3 年，而市场正在走下坡路。这位投资者应该怎么做？他的财务顾问告诉他在 2007 年卖掉股票了吗？顾问很有可能让他继续维持投资，或者购买更多股票。

一位替 USAA 共同基金集团管理目标日期基金的投资组合经理说：“我们很难想象一个人用 40 年或 50 年的时间把他一生的积蓄花在投资上，却在一年内亏损了 40%～50%。有时候这个行业存在虚假的希望，让你坚持投资股票，并且相信你最终会获得救赎。”[1]对此，另一位共同基金经理反驳说：“积极进取

〔1〕 Walter Hamilton, “Target-Date Retirement Funds: Not Quite ’Set It and Forget It,’” *L.A. Times*, April 12, 2009. http://articles.latimes.com/2009/aor/12/business/fi-target-date12.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的态度可以防止人们在退休后的几年里把钱花光。"不顾当前市场的不景气，他继续说，牛市时期的股票表现可以补偿低迷期的损失。[1] 幸运的是，投资行业中也有一些人说，那些过多投入股票的人没有充分意识到，经过数十年回升后的长期低迷市场具有很大的危险性。[2]

长期和短期的区别只在交易与投资的情况下具有意义。在这点上，共同基金间的组合周转率非常高，而这是属于"投资者"而非"贸易商"的。一些基金的投资组合一年里甚至会周转好几次。即便是周转率较低的资金，也能隔几个月或在更短的时间内清算部分投资组合。

投资者只能等待无须动用投资的时期。按照约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)的理解，在你需要依靠这笔钱生活之前都属于长期。从这个角度看，投资期限根据个人年龄而变化。退休人员的长期当然不会太长。对于 55 岁的人来说，如果他计划早点退休，那么这个期限可能就只剩下几年了。难道他现在不应该减少手上持有的股票吗？在这个年纪，这些投资者还有多少年可以等待市场回升？

答案就在于你的收入是不是只有储蓄。如果不是，而且损失的额度是可以接受的，你就可以再等等；否则，就不要等太久。

另一种看待长期和短期的方式是：在不影响收益流的前提下，你能承担多少损失？如果你能承受的损失很小，比如在退休后甚至是退休前一段时间，那么等待市场回升就显得毫无意义。对于这些储户来说，根本不存在长期。

2008 年的经济危机导致数不清的人因股市亏损而推迟退休。股市亏损后，成千上万的老年人不得不以反向抵押的方式将家庭股票拿出来用作生活费用。这些反向抵押费用昂贵，与前一年同期相比，联邦担保反向抵押在 2009 年 3 月和 4 月猛涨了 20%。[3] 老年人显然无法承担股票的损失风险，也没有能力进行长期的股票投资。

---

[1] Walter Hamilton, "Target-Date Retirement Funds: Not Quite 'Set It and Forget It,'" *L.A. Times*, April 12, 2009. http://articles.latimes.com/2009/aor/12/business/fi-target-date12.

[2] Walter Hamilton, "Target-Date Retirement Funds: Not Quite 'Set It and Forget It,'" *L.A. Times*, April 12, 2009. http://articles.latimes.com/2009/aor/12/business/fi-target-date12.

[3] "Seniors Drawn to Mortgages That Give Back," *The Wall Street Journal* (June 11, 2009): D1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场颠倒了

就如我们在过去 10 年和 20 世纪 70 年代所见或者像日本日经指数的经历一样,当股市混乱后,风险就是收益的可变性。损失可能十分巨大,估算损失风险在做决策时很重要。综观历史,美国的股市有产生可观收益的潜力,但同时也伴有产生巨额损失的风险。当通胀不严重时,股票收益能够远远超过通货膨胀率,但是在高通胀的环境下,股票也会产生巨额亏损。股市不会一直下跌或持续上涨。信仰式的投资模式认为可通过等待市场恢复来管理股票风险,这种情况下投资者可能遭受重大财务损失,正如我们过去所见。我们必须控制这些风险,将其作为考虑投资或金融期货计划的因素。在分散投资的名义下进入其他风险投资前,我们必须考虑这些风险。作为长期储户和投资者,我们需要思考过去发生的事件以及未来可能产生的风险。尽管我们希望以长远的观点计划未来,因为我们无法像充满激情的贸易商那样进出市场,我们必须清楚即将到来的厄运。我们不想过于仓促和鲁莽,但耐心是有限的;而财力也不是无穷尽的。

首先,我们需要保存辛苦赚来的储蓄,确保足够的收入及现金流以支撑日常开支,而不是必须等待市场恢复。另外,我们还应抓住有吸引力的机遇来积累财富,只要其风险在合理范围内,且金融期货不会遭受损失。我们要使自己的投资组合经得起股市的动荡,同时还要节约和积累财富。

我们将在下一章讨论这些问题,并介绍处理混乱市场的投资方法。另外,我们还会讨论作为投资理念和分析框架的绝对回报,并介绍资产分配原则,以期达到这些目标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章　在颠倒的市场投资

20 世纪 80～90 年代，股票价格高歌猛进，极大地刺激了人们对股市的期望值。那时候人们很难想象股市会变成熊市而一蹶不振，认为它会一直“牛”下去，哪怕遭遇小幅跌落，好时光总会再回来。

我们这些股民中但凡有谁对此持有异议，理财顾问就会向我们展示未来3～5年高达两位数的投资回报率，而我们对市场的疑虑也会因此动摇，至少会动摇一点点。我们周围的人(就我身边而言，这些人包括在机场接我的豪华轿车驾驶员、在我家干活的木匠和泥瓦匠)也会乐于向我们指出股票的好处。在这种情况下，我们会觉得自己太过保守，或者没有真正了解股市的进展，甚至会觉得我们错过了一场巨大的狂欢盛宴。所以，在股市里可能会赔钱的想法被抛于脑后，锁在了我们的潜意识里。

我们还会设想，如果股市投资的收益率保持两位数，我们退休后就会有足够的钱生活了——甚至还能成为富翁。我们会这样安慰自己：“天哪！即使收益率降到 25%，我也会有许多钱。好吧，其实只有 20%的收益率我也会很高兴的。哦，如果一年有 12%的收益率也可以。我不会变成有钱人，但还是不错的。即使这样，我还付得起孩子们上大学的学费，还可以用这些收益做很多美妙的事。”我们会在许多个周日早上带着计算器，哦，不好意思，现在是电子表格，反复思考

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并计算盈亏，找到不让自己存钱的理由。可要是那会儿我们就知道接下来会发生什么该有多好！

当然作为个人投资者，我们不用过多责备自己曾经过于乐观。为企业制订退休金计划的大佬们和各学院的基金会也深信股票市场。即使处于 2008 年金融危机之中，各大财务咨询公司也预测股票的投资收益率在 10%以上。事实上，如果不继续委婉地暗示投资有高回报，他们怎么能吸引客户？

而任何指出股票的长期收益率只维持在上述数据一半的提示，都会被沉默以对，遭人白眼，甚至会招来更糟糕的对待。如果我们提及 1915～1999 年间那个时期道琼斯工业平均指数的年度平均收益率少得可怜，那么这样的对话很可能会戛然而止，因为我们可能会被别人认为思想过时、观念陈腐，虽然有礼貌的绅士们不会明白地向我们指出这一点。我们甚至都没机会指出，其实 1915 年是下一个“辉煌十五年”的开端。在这一段时期，股市持续上升，可以与 1982～1999 年间的黄金岁月相媲美。当然，1999 年也是市场创下新高后迎来科技股泡沫破裂的一年。自然，我们还想表示友好，所以我们不会把 2008 年熊市的盈利率加上，因为这样会使平均年收益率降得更低。

但是，年纪大的人可能还会记得，更年长的一部分人甚至经历过。20 世纪 90 年代经济滞涨，股市的年收益率只有不到 2%，远远低于当时的通货膨胀率。大多数投资者把钱放到银行存短期的收益也要比投资股票高得多。那么新千年开始以后情况如何？让我先带你去丛林散散步吧。

林中散步

今年春天终日有雨水滋润，因此我家后面的树林长得异常茂盛。时值夏日，如果不开窗仔细察看，竟然都察觉不出夏天已至。天空阴沉沉的，树叶湿答答的，空气潮湿而且有点清冷。新树枝和树叶不断生长着，我经常抄近道去邻居家的那条小路也变得模糊不清。这里几乎没有阳光照进来，并不是因为这几个月一直没见太阳，而是因为树叶实在是太茂盛了。

我在树林中走了好久，情况也没有改变，更不要说那些惹人烦的小虫子和路旁掉落的树干，它们随时可能把我绊倒。此时在我脑中，股市一直会是牛市的想法还占据着统治地位。不管发生什么，过不了多久，股市的专家们就会重新开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谈论股市什么时候会疯涨起来。

鲁里埃尔·罗比尼(Nouriel Roubini)指出,2009 年 3 月那次股市下跌之后仅 3 个月,在雷曼兄弟公司破产之前,已经有为数不少的分析家在计算道琼斯指数还要过多久能涨到 11 000 点。他还指出,其实这时已经有很多分析家从宏观的角度分析指出,现在的预期收益和股市反弹过于乐观,应该有所警惕。[1] 但是欢欣鼓舞和惶惶不安这两种情绪一直是驱动股市的两大动力。一家报纸的标题赫然写着:“股市重上 9 000 点,收益惊喜连连”。[2] 是啊,看起来股市不乏惊喜。在这之后,人们纷纷预测股价会更高、收益会更多,甚至会恢复到股市崩溃以前的水平,但是随后不久,伴随着失望,人们和市场都开始面对现实。

举例来说,2009 年微软第四季度和亚马逊第二季度的盈利令人失望,但是这两家公司的股价在它们公布收入报告几小时后才开始暴跌,而不是在白天价格高涨之前。不切实际的猜想先放一边,截止到 2009 年年中,如道琼斯工业指数这样的主要指数都在雷曼兄弟公司破产前和破产后的指数范围上下浮动,而有关这个银行的消息已经不再是头条新闻。然而,从美国富国银行集团到摩根大通(JP Morgan),从美国银行到纽约美林银行,因为持续有不良贷款和其他投资行为,它们 2009 年第二季度的收入报告中一直有新的销账情况。显而易见,整个市场安心理得地认为,银行陷入麻烦时政府不会袖手旁观。不论如何,这就像抛硬币:正面向上,银行获胜;反面向上,纳税人输钱。

理财顾问痴迷于股票投资。尽管有些人已经声称自己开始变得更为保守,但是他们除了投资股票,也给不了顾客其他的建议。一位理财顾问说:“我们仍然十分担心经济复苏的状态,所以要保持谨慎。”然而他为客户推出的投资组合中,股票“只”占到 40%。[3] 而另一个理财顾问把客户 40%～50%的资金投到股市中,而其中至少有 30%投在国际股票的交易中。他还补充道:“现金有风险,股票和债券也有风险,生命本来就是有风险的。”[4]

生命是有风险的,但是投资者可不想拿自己的毕生积蓄做赌注。100 美元现金就是 100 美元,直到你把它花光。但如果你把 100 美元现金投到股市中,在

---

〔1〕 RGE's Daily Top 5, *RGE Monitor*, July 24, 2009.
〔2〕 *The Wall Street Journal*, July 24, 2009.
〔3〕 Tara Siegel Bernard, "For Older Investors, Old Rules May Not Apply," *The New York Times*, June 19, 2009.
〔4〕 Tara Siegel Bernard, "For Older Investors, Old Rules May Not Apply," *The New York Times*, June 19, 2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你还没有反应过来的时候它可能就变成 50 美元了。已经有众多投资者在这个颠倒的市场里损失惨重。59 岁的弗兰克·贝克(Frank Baker)就亲眼看着自己的 120 万美元变成了 50 万美元。你可能会说,这是一个极端的例子。那么再看看下面的例子:为了避免从自己的退休账户上取现,71 岁的退休教师玛格丽塔·舍费尔(Margaret Schaeffer)最近刚刚找到一份教书的兼职工作——因为投资失败,她的退休账户上的资金损失了 1/3。[1]

下一个经济衰退期到来时,那些股票投资比重过高的投资者可能会赔得血本无归。这并不是因为像一些策略家所警告的那样,下一个跌势即将来临,或者在某种程度上已经来临。"自 3 月份市场跌入最低以来,股市刚刚上涨了大概 40%(标准普尔 500),这样的反弹很好,但成交持续冷清则让我紧张。尽管股票市场表现良好,商品价格,尤其是原油价持续格上涨,而且债券收益下降。"[2]重点就是,股市的暴跌可能就发生在你最意想不到的时刻,发生在投资者最疏于防范的时刻,由此引发最惨重的损失。

纳西姆·尼古拉斯·塔勒布(Nassim Nicholas Taleb),一个善于数学分析的交易员、大学教授、散文家和畅销书作者,曾经写过一本美妙精彩又大不敬的讲述随机性的书。这本书中解释了不可能的事情是如何发生的,而这又几乎可以解释一切所发生的事情。到目前为止,我只借用了他的书名作为本书第一章题目的一部分。而在他长达 300 页的描述生命、哲学、科学、随机性等各行各业尤其是华尔街江湖骗子的书中,我只大不敬地引用一句话:

我可以推断出我数据中所没有的信息,但这些信息仍然是在可发生的、可被推断的范围之内。[3]

总而言之,这样说的原因是:根据"大数法则",人类的经验太有限了,所以我们认为不可能发生的事,并不意味着它真的不会发生。

股市崩盘,近 100 年来这样的意外不断发生,这是现实而不是可能性。它们真真切切地发生了,可每次人们都措手不及。想想 1929 年股市的崩盘,引发了大规模的自杀事件;1987 年的"黑色星期五",让人担忧经济大萧条随之而来;

---

[1] Adam Shell, "Stock Market Losses Take a Personal Toll on Investors," *USA Today*, March 24, 2009. http://www.usatoday.com/money/markets/2009-03-23-investor-pain_N.htm.

[2] Vince Farrell, "Farrell: We Are Overdue for a Market Correction," CNBC.com, June 5, 2009.

[3] Nassim Nicholas Taleb, *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbables*. New York: Random House, 2007.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2000 年突发的科技股泡沫破裂;次贷危机;还有 2008 年几近崩溃的世界银行体系。这些事件发生前都有各式各样的征兆,但是我们发现,应该注意到这些征兆的人们却对它们视而不见。

问题可能并不在于,我们是否本应该注意到或者能够注意到这些意外事件会发生。我们应该注意到或者能够注意到——至少有一些群体,包括媒体、经济学家、博主等,都曾经谈论过、警告过甚至书面报道过高房价的泡沫还有次级贷款可能引发的危机。同样,2000 年的科技股泡沫破裂、1987 年的"黑色星期五"事件也都有预兆,(保罗·沃克尔)领导的美联储实行财政收紧政策、1994 年的利率上调,还有其他很多情况都给出了警示。但是,所有的暗示和先兆都被忽略了,或被认为纯属娱乐,甚至得到更糟糕的对待。这也是人的天性,当狂欢继续时,任何警告都是扫兴和破坏气氛的。但是,等股市真正崩盘时,我们却又都倍感意外。

当然,即使意外就在我们眼皮底下,它也注定会令我们震惊,因为它太过庞大,让人难以一窥全貌。就像去中国的长城,我们只能看到几块大石头,而不是蜿蜒 4 000 英里的城墙。如果坐直升机飞到 3 万英尺的高空,我们最多也只能看到长城的大概轮廓。即使这样,我们也没有真正了解这个大工程的全貌:这里有工人们付出的血泪,有暴君的一闪念所带来的政治效果和方方面面的影响,而这一切,也大大影响了中国历史的进程。当然我们可以去图书馆待上几个小时查找相关资料,但谁又会在旅行时有这个时间和心情呢?而且要去哪里找这种图书馆呢?不过最终我们可能会发现:我们知道的比想象的还要少。

中国的长城和我们的讨论有何关联?让我们先来看看美联储主席和旧金山联邦储备银行(Federal Reserve Bank of San Francisco)行长珍妮特·耶伦(Janet L. Yellen)近日就货币政策和房市泡沫所发表的演说:

首先,一些人不相信泡沫真的存在。他们辩称说,资产价值是交易员集体智慧的体现,在组织有序的市场中,他们最理解资产价值中潜在的基本面要素。然而,在时下的混乱状况中,众多市场决策失误,运转不良,鉴于此,上述理由在我看来不堪一击。

其次,决策者能否及时意识到泡沫的存在并有效地做出政策调整,这一点尚存争议,因为我们关于潜在基本面的模型本身就不精确。例如,我们经常用长期平均租售比来推测房价的基本值。这种方法很原始,但是也已经有专家怀疑在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2006年租售比创历史新高时，泡沫已经产生了。这也就是说，在2005年时，尽管没人能预测到房价会下跌得如此之快，但也有许多人能够意识到当时的房价过高，存在潜在危险。

第三，即使我们能够识别房产泡沫，并采取货币政策来应对，这样也会影响我们其他目标的实现。这就解释了为什么通常要等到后果异常严重时才会采取货币政策来进行干预。举例来说，通常股票价格的波动会逐渐影响财富总值和消费者的需求。中央银行或许只有在泡沫破裂后才会调整短期利率来应对其对需求的抑制作用。科技股破裂时就遵循这个模式。此外，某些行业的泡沫毒性更大。信贷上的繁荣，比如最近推高房价和债券价格的信贷繁荣，比其他资产泡沫存在威力更大的系统性危险。究其本质，信贷繁荣更容易在金融市场和实体经济活动之间产生不良影响。如果经济的泡沫危害有大有小，决策者应该做出决定，只在危害性大的事件发生时才出手干预。

第四，如果我们检测出某个资产价值泡沫存在危险，并确定需要采取措施来控制，传统的货币政策就是最佳策略吗？进一步来看，我希望用资本标准和其他谨慎的宏观监管工具来调控破坏性的繁荣——衰败循环，以此来减轻货币的负担。然而我现在认为，在某些情况下，如果有人问货币政策是否应该起作用，答案是毫无疑问的。在现在的情况下，提高短期利率，提高贷款利率，或许能够抑制房地产市场的需求，能够减缓房价的上升。此外，严格的货币政策通常与杠杆效应减少和信贷增长放缓并行，尤其是在证券化市场。因此，抑制泡沫扩张的货币政策放缓了信贷繁荣，降低了整体杠杆率，从而加强了金融市场的稳定性。

当然，抑制泡沫也会带来一些隐患。所以与此同时，决策者应该在充分调研的基础上采取行动。因为显而易见，不作为会带来很严重的后果。虽然我不支持一有泡沫就推行抑制政策，但是近来发生的惨烈事件让我更倾向于此，尤其是针对那些由信贷繁荣引发的泡沫。[1]

房地产市场的泡沫就是证据，但或许也不是。我们应该采取行动。但又转念一想，无须行动，或者需要采取一些小行动。这些都要视情况而定。美联储主席也是在这个粉碎世界银行体系的历史事件发生了很久之后才发表了这些空洞

〔1〕 President's speech, Janet L. Yellen, President and CEO, Federal Reserve Bank of San Francisco, for delivery on Friday, June 5, 2009 at 2:15 PM Eastern time. http://www.frbsf.org/news/speeches/2009/0605.pdf.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美好的设想。

这就是经济和金融市场如何在我们意识之前发展变化的，它们会带来很多意外，会有很多措施来不及试验——不管是有用的还是没用的。虽然有些措施已被证明是误导性的，但我们束手无策——还能做些什么呢？不管怎样，经济危机带来的后果可是真真切切，会对我们的生活产生深远影响。我们能够琢磨出未来的大致轮廓，但是如果再试图辨别出高峰和低谷，搞清楚每个周期持续的长度和他们究竟是什么样，可能会弄巧成拙甚至会带来损害。我们要准备好应对意外，更重要的是，我们需要自我保护。

那么我们该如何准备？

开放性思维

充分准备的方法之一就是保持开放性思维。我们万万不能刻板地遵循60%投资股票、40%投资债券的传统投资方法。或者像保守派那样，采用最普通的投资方法：60%投资债券，40%投资股票。我们的经济和股市正处在十字路口，各种力量相互交融、相互作用。活着的人们还没有谁经历过这一切，那些花费毕生精力研究经济现象的专家也无法解释现存的情况，还有那些本该保护我们不受这些危害影响的理财顾问也是一头雾水。如果他们弄明白了，这些情况本可以避免，我们也就用不着同这些严重危害生活和财富的事件做斗争了。

当然，我们可以选择根本不投资股票，至少不走常规路线，选择能让我们避免损失的投资方式。共同基金经理们总是信誓旦旦，称自己举世无双，却把我们放心交给他们投资的资产赔得血本无归，如果我们做好准备，就不用追着他们讨回公道。或者我们应该再三考虑后再决定是否要把预留的退休基金交给那些吹得天花乱坠的投资经理。他们本该像承诺的那样管理好我们的退休基金，但他们更关心的只是如何用我们的钱打败他们的同行，而事实上却给我们带来想象不到的巨大损失。

或许还有其他的投资方式可以让我们达到预期理财目标。用这些方法获得的收益可能比不上股市年景好时的收益，但是我们为什么要与虚无缥缈的股市做比较呢？股市的前景只能推测，而我们的投资目标是早已设定好的。

我们当然不能完全依靠所谓的专家，把他们的话奉为绝对真理。他们能够

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

给我们提供宝贵的服务和建议，但是正如前几章所讨论的那样，大多数专家都是依据一定的投资模式和假设做预测，这些预测可能会产生各种各样不同的理解，让人质疑它的可信度。他们预测的动力也常常与我们的目标和需求相左，可能是为了推广某个产品，获取高额提成，也可能是接受上级命令，宣传某个投资策略。他们推荐给我们的投资方法会带来什么样的后果？说实话，他们不用具备足够高的技术水平去理解这个问题，他们只需要把这些推荐给客户。他们可能通过网上一个不知名的消息来源，后者为其推荐了某个封装的方案(以前是通过黄页)。他们也无法完全理解我们生活的复杂性，比如有时候可能我们会选择"激进"模式，但其实我们并不想这么冒险。

我们只想要更高的回报，但又害怕亏损，或者说我们负担不起损失。我们能承受住获利10%的好消息，但是难以承受损失10%的痛苦，尤其是在我们濒临失业或即将退休时。我们花毕生精力努力工作，克制欲望所积攒的存款就这样白白损失了20%或30%，这样的灾难对我们来说是致命的打击。

但是，当理财顾问忽悠我们说股市会涨，股票的表现一定优于债券、高于通货膨胀等一切因素时，我们还能怎么回应呢？我们不能选择更糟糕的选项——人们一遍又一遍地告诉我们，债券在通货膨胀和税收面前打了败仗。即使我们选了"保守"模式，决定在投资中加大债券比例，理财顾问很可能会劝我们不要这样做(他们现在就是这样做的)，即使我们已接近退休年龄。为了更进一步支持他们的论据，说明每个人都应该在投资中加入更多股票投资比例，理财顾问会拿出利器——有影响力的公司研究报告，上面布满了数字、彩色表格和各种数据，虽然我们什么也看不懂。但在这样的情形下，身为凡夫俗子的我们怎能不为所动呢？

早在2009年4月的一项研究报道指出：大型投资公司普信集团(T. Rowe Price)重新审核了它为不同年龄段顾客所设计的资产重组策略。[1] 他们首先注意到，"根据北美精算协会(the Society of Actuaries)的估算，2005年间，一对65岁的夫妻中，其中一人活到90岁的可能性大于50%，而他们中有一人活到95岁的可能性是23%"，"很多退休的人不想把退休金取出来，他们想利用这笔钱

---

[1] "Revisiting T. Rowe Price's Asset Allocation Glide-Path Strategy," April 2009. http://www.troweprice.com/gcFiles/pdf/RDFs.pdf? scn=RetirementEquityExposure&src=Media_Site_Home_Page&t=lgcy.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

给他们的余生带来源源不断的财富；于是各个理财公司就为他们设计了不同的投资组合，报告重申了这些投资组合计划中的股票分配”。这个资产分配计划推荐：在刚开始距离退休还有 25 年时，投资者 90%的资产要投资股票，65 岁时这个比例减少到 65%，80 岁时是 35%，95 岁时为 25%，以此类推。[1] 分析是如何支持这个结论的？不要忘了它包含股市收益最高的两个时期：1955～1965 年，1982～1999 年。这也就是为什么在这些令人印象深刻的图表中有一个容易被读者忽视的小小的警告："根据历史收益，普信集团提供的资产重组计划中，股票投资比例高的投资组合表现优于股票投资比例较少的，但在'低迷'的市场中（在此用单引号以示强调），两者的表现区别不大。"[2]

"不要在退休时把退休金取出来？"那么，我应该什么时候取出来？对于这一点，我有种说不出的感觉，如果我能活到 95 岁，我就应该把 20%的退休金投在股票上。但是那时的我难道还要为通货膨胀和诸如此类的事情担心而不用管我床边的氧气瓶是否正常、不用讨厌护士小姐要随时叫醒我让我吃下难吃的药片吗？哦，或许这种说不出的感觉就是因为护士小姐身上好闻的香水味道。如果我的统计学课程学得够好，我还能从概率论上推断出，如果一对 65 岁的夫妇中有一人有 50%的可能性活到 90 岁，那么我和我的妻子中间有一个人能活到 77.5 岁，而另一个会在这之前死去。那么我还何须去担忧某种投资组合的盈利会在 90 岁时优于其他投资组合？

但不能否认的是，这个研究数据的准确性令人难忘。

总而言之，不管经济环境是通胀还是紧缩，我们都希望能够有所准备。最近，通货紧缩的恐慌逐渐消退，大家都开始谈论通胀。然而就在几个月之前，美国还笼罩在通货紧缩可能引发恶性循环的恐慌中。人们担心 1929 年经济大萧条时的情景会重现；同时，在美国劳工统计局最新公布的数据中，居民消费价格指数 CPI 像历年一样，依然呈下降趋势。不管是通胀还是紧缩，不管是像 20 世纪 70 年代那样物价飞涨，还是像日本那样物价下跌，此时的股市都不会有良好的表现。

---

〔1〕 "Revisiting T.Rowe Price's Asset Allocation Glide-Path Strategy," April 2009. http://www.troweprice.com/gcFiles/pdf/RDFs.pdf? scn=RetirementEquityExposure&src=Media_Site_Home_Page&t=lgcy.

〔2〕 "Revisiting T.Rowe Price's Asset Allocation Glide-Path Strategy," April 2009. http://www.troweprice.com/gcFiles/pdf/RDFs.pdf? scn=RetirementEquityExposure&src=Media_Site_Home_Page&t=lgcy.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不管未来发生什么样的意外情况，我们都想保住资金生存下去。也就是说，保存实力静候风暴结束，等到机会到来时再大赚一笔，而且我们相信机会一定会再来的。但是，那些毫无准备的人则会在绝望中彻底放弃。

保存资金是关键

《完美风暴》这部电影源自一个真实的故事，它讲述了"安德里亚·盖尔号"(Andrea Gail)捕鱼船和船长比利·泰恩(Billy Tyne)的航海故事。这部电影由奥斯卡奖获得者乔治·克鲁尼主演，他饰演的比利船长和他的船员们出于对金钱的极度渴望，决定在捕鱼季即将结束时碰碰运气，继续打鱼。"带回凶恶的船长从没有见过的、数量多得惊人的鱼。"而此时的天气预报显示天气将会十分恶劣，一场风暴正在酝酿之中。然而船长和他的船员们自信满满，执意出海捕鱼。在经历了最初的失败后，船长比利鼓励船员们向"地图上都没有标出来"的弗莱明角(Flemish Cap)进军，因为那里有"成群的鱼"。得知船员们"开始感觉不妙"，船长略带讽刺地说："去还是不去，这就是男人和男孩的区别。"船长的决定是正确的，他们捕到了满满一船鱼。但没想到船上的制冰器出了故障，他们必须开足马力往回驶，才能保存这些珍贵的鱼。"安德里亚·盖尔号"勇敢地驶过了强风暴，但在两股气流和一场飓风的交汇处，遭遇到高达 100 英尺的海浪。船长和他的船员们清楚地明白，要想活命只有一个方法——虽然令人绝望，那就是把整条船上的鱼都扔进海里。最终他们忍痛割爱，扔掉了整整一船鱼，但是船长却说："我们还会回来的。"

在投资领域，生存有不同层面的意思。

对于退休的人来说，生存也就意味着能够支付得起账单或者有赖以生存的小额资产。举一个简单的例子。

一个退休人员听从了普信公司的推荐，将投资组合中的 55%投在标准普尔 500 指数基金中，而剩下的 45%投到了巴克莱综合债券指数。如果他想每年从他的投资组合中获取 4%的收入，这个比例并不高，但是固定收益满足不了他的花销。假设他的债券利率是 5%，他获取的利润占总数的 2.25%，这样他就要把股票卖掉才能满足获利要求，因为他不能出售债券，这样做会使他的收入减少。

既然现在市场下跌，这个人该怎么做呢？继续按兵不动等待市场复苏？减

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

少开支？或者卖掉股票？报纸上的报道称：众多退休人员不得不重新找工作以增加收入。然而在目前尚有成百万人失业的经济状况下，退休人员真的应该出来继续工作吗？

可用的流动资金

理财顾问经常推荐客户卖掉部分股票来满足现金需求。为了描绘美好的前景，他们的支持论据还经常会搬出税收上的优势。在一家投资公司最近发给潜在客户的邮件中这样写道："只想从投资组合的收入中获取现金流而不能碰资本，这种想法本身就是错误的(原文如此)。对于很多人来说，这是一种很难逾越的情绪性偏见。"[1]"相反，你应该关注税后总体回报，相对于从投资组合中取出盈利收入，卖掉股票以满足现金流需求是一个更好的选择，因为前者会按资本收益税率收取费用，而不是仅仅按照普通收益收取税率。"[2]

但是，只有在股票获利的情况下是这样，而且按资本收益税率来收。卖掉赔钱的股票也会带来税收上的不利后果，因为扣除限额是 3 000 美元。不合时宜地卖掉股票以满足现金流动性需要，还会破坏投资组合中的整体资金分配战略。此外，这样做还降低了资金恢复的可能性。

为了满足资金流动性的需要而卖掉股票，这一想法根植于股市总是会涨的观念中。这样会鼓励人们投更多的钱在股票上，即使对于投资者而言，获得更多的收入比获得资本收益更重要。"你可以同时获得所需要的收入和资本财富的增长。"有人这样建议，"此外，可以支付更少的税！"天鹅的歌声太具有诱惑力，即使那些需要稳定收入来源的退休人员也被告知要更多地投资股票，而这样做的结果是，他们在最难以承受打击的一把年纪时遭受了经济上的损失。

如果他们按照自己期望的收入构建自己的投资组合，本可以避免这样的问题。假设上面例子中的退休人员将 80％的资金投资债券，剩下的投资股市。我们就能毫不费力地计算出他的投资组合每年能稳稳地为他产生 4％的收益供他支配。

那么这样，这个退休人员就不用碰他的股票。如果他坚信股市会复苏，坚定地持有自己的股票，他或许最终能够获得不小的盈利。如果最坏的情况发生，他

---

〔1〕 "The Eight Biggest Mistakes and How to Avoid Them,"Fisher Investments.
〔2〕 "The Eight Biggest Mistakes and How to Avoid Them,"Fisher Investments.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还可以把这些股票留给他的后代去处理——其实很多时候他都期望自己把钱全部投资到债券中，那么他就能获得更多收益，可以不时地去度个假。

是啊，这样的话，他就不用为了保命而把整整一船肥美的鱼都扔进汹涌的海里去了。

我能输得起多少？

年轻人或许用不着从存款里取钱来支付日常花销。尽管他们要先支付完信用卡账单和学生贷款，剩下的余额才能够投资股票。或者，他们要有一定的现金储备来应对可能的失业。但是年轻的好处就是不惧打击，当然并不是说他们或他们的另一半不会为经济损失伤心——夫妻之间总有各种让人意想不到的美妙方法提醒对方所犯的错误。

聪明的冒险家知道什么样的风险是值得冒的。从速降滑雪赛选手到花样跳伞家，极限运动员依靠特殊装备和刻苦训练来保护自己不受伤害，即使他们有教练和训练员的训导，他们也在拿自己的生命冒险。但是他们不打无准备之仗，不做无准备的冒险，他们的教练也不允许他们这样做。那么你的理财顾问也是这样对待你的吗？职业博彩家知道要把宝押在什么样的赌注上。去赌城的人知道自己能够输得起多少；否则他们会成为名副其实的赌徒，给自己的生活和家庭带来沉重的打击。至于博彩，彩民们花小钱，怀揣微薄的希望赢取大奖，但是他们清楚地知道这一点并量力而行。即使有些彩民买更多的彩票，他们也绝对不会花上毕生积蓄！

当输的可能性增大或者抗亏损能力降低时，就不能冒那么大的风险了。

每个人的抗亏损能力和抗打击能力不同。这些数值无法用标准偏差和波动性来衡量。只要我能赢，我才不在乎什么标准偏差呢！而当我输钱的时候，我只在乎我输了多少，而不是离标准方差还有多少差距。

那么，你能承受的损失是多少呢？

我这里没有一个精确便捷的计算方法，无法计算出每个人在不同情况下所能承担的最大损失是多少。但是我有一个简单适用的经验法则，那就是：用百分比预估我能承受的损失，乘以 2，再用这样的比例去投资股票、国际证券、商品和其他投资。剩下的部分投资安全领域。我把这个方法称为“2 ∶ 1 法则”。读者们应该能够注意到我这里指的并不单是股票投资，也指代其他风险资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先锋集团(Vanguard Group)创始人约翰·伯格(John C. Bogle)也遵循自己的经验法则。用100减去你的年龄,剩下的数就是你应该投资到股票上的比例。[1] 伯格先生已经80岁了,100减去80剩下20。我个人认为20%投资股票,对他这个年纪的人来说也是有点多了。当然了,他很有钱,不怕这点损失,不指望这些钱来生存。富达投资公司(Fidelity Investment)帮助1 130万名投资者管理着超过17 500种私人退休金计划。在2009年第一季度,富达公司发现新流入的投资资金中,投资股票的比例从75%下降到了70%。[2] 同时他们指出,按照年龄划分,每个年龄组的投资组合中,对股票的投资比例如下:25～29岁的人将77%的资金投资股票;35～39岁为76%;45～49岁为70%;55～59岁为59%;60～64岁为53%。[3] 根据美联储发布的基金流量表(Flow of Funds Accounts)显示,在1999～2008年间,每户人家所持有的股票平均损失有29%,也就是5万亿美元。鉴于上述的投资分配,有这样的数据也就不难理解了。读者们可能还会注意到,这些数据还包括2003～2007年间股市复苏期间的收益。

就我个人的经验法则而言,我必须要承认的是:随着年龄的增长,我的痛阈越来越低。尽管我曾经用2∶1的比例分配风险投资和安全投资,但这个数字也是逐年递减的。

而且如果市场前景黯淡,盈利无望,我的痛阈会急转直下。实际上现代投资组合理论(MPT)已经向我指出,在我组建下一期的投资计划时,应该考虑上述变量,不管损失如何,我要把预期收益、风险、流动率考虑进去。所以,如果我的投资年限是15年,我会把它分成更短的时间段,比如以3年为一个时间段。对于每一个小时段的流动性和收益,我都配有不同的期望。但是,我的理财顾问一直反对我这样做。他也对现代投资组合理论深信不疑,经常引用β、α等希腊字母向我印证,说服我相信他推荐的投资所带来的潜在收益。他说,没有人知道股市未来几年的走向,但是他期待股市上涨,未来15～25年间债券的收益率在10%左右。我不知道他怎么会知道这些数据,我也不记得他警告过我2000年和2008年股市将会暴跌、损失惨重。

---

[1] Philip Moeller, "How Much Should You Invest in Stocks?," Yahoo News, June 5, 2009.
[2] Philip Moeller, "How Much Should You Invest in Stocks?," Yahoo News, June 5, 2009.
[3] Philip Moeller, "How Much Should You Invest in Stocks?," Yahoo News, June 5, 2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可靠的收入来源

在前面的篇幅中，我大致定义了自己能承受的损失百分比。应用我总结的2∶1比值投资方法，我希望自己不要一夜之间输得难以翻身，我希望自己有足够的收入维持生活。假设我的股票投资组合能够每年给我5%的收入回报，我需要4%的流动资金。这样的话，我要把80%的存款投资债券、20%的余额投资风险相对较高的产品。如果固定投资部分只能产生4.5%的年收入回报，我需要把90%的存款投资债券，从投资组合中得到4%的收益流。我也可以通过尝试其他债券投资组合来获得更高的收益率，其中包括接受一些利率较低的债券。

重点就在于，如果我想要获得可靠的收入来源，我需要将存款的一大部分投资到比股票更可靠的盈利来源。

然而，我无须就此停步，这是我最基本的投资底线。我也可以探索其他机会，发展出绝对回报投资策略(这一点将在以后的章节深入讨论)。这样的话，我既可以增加投资收益，又可以自信满满地得到足够支付各项花销的收入来源，满足我的现金流需要。如果更好的话，还可以有足够的能力应付市场挫折。这就是风险管理的实质:保持实力生存下来，更好地应对危机。

过去无法代表未来

“过去的表现不能代表未来收益。”这是理财顾问的标准说辞，这样他们就不用为做出的承诺或保证过的未来收益而受到指责。但是，他们引用股市良好时的收益率来支持他们所推荐的投资方法与上述观点背道而驰。然而，我也会非常严肃认真地对待这个说法。

诚然，即使过去让人宽慰，谁也无法预测未来。已知的路总是比未知的路让人更安心。知道得越少，越要提高警惕。就像雨天道路湿滑或大雾天前方视野模糊时，我们不会全速行驶。我们不想依靠经济学家，他们是经济这门悲观学科的实践者，他们更擅长记录经济衰退或者股市收益，而不是做预测。但是他们会向我们传递某种信息，说出他们的担心。有时候我们也能分辨出不顾形势一味鼓吹市场或唱衰市场的经济学家，这些人当然是我们要敬而远之的人。然而最重要的是，我们不想听到那些早有准备的答案和那些看似假定的确定性，比如这句:“市场总会回升的。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，我们还是要面对未来的不确定性和各种不完整的信息。因此我们会产生疑问，怀疑一些假设。希望我们能够在这个过程中提升洞察力，得出结论：这样的风险是不值得冒的；或者说，未来的获利不值得我们付出这么多的努力。

正如现代投资组合理论的理论基础，如果某个资产的未来收益率低于预期，在同等条件下，应该减少对其投资分配。尽管现代投资组合理论有瑕疵，它的逻辑——低收益率意味着低投资配额——却言之凿凿。所以，下一次你的理财顾问引用那些看似不可撼动又典雅的数学等式和数据支持他们的投资推荐，但其中的平均分配原则高于你的预期，当这些令你感觉不适时，你可以问问他们这些假设等式中的收益率和流动性(他们称之为收益率)。你会发现，这些数字和历史上牛市上升期间的股票价格是多么接近。

明确目标

还记得“龟兔赛跑”的故事吗？你不用跑得像兔子那样快才能到达目的地。下面用我们熟知的图 7.1 中的数据来说明“龟兔赛跑”这则寓言也可以运用于经济语境中：这就是过去 20 年间股票和债券的赛跑。图 7.2 显示了截至 2009 年 7 月，过去 10 年、15 年和 20 年间 3 个时间段股票和债券的年收益率。尽管两者看似旗鼓相当，债券投资者获益较为稳定，而股票投资者从 1995 年就开始经历过山车似的跌宕起伏，全国范围内损失近 5 万亿美元。

然而，即使你想跑得像兔子一样快，你或许也没这个能力。

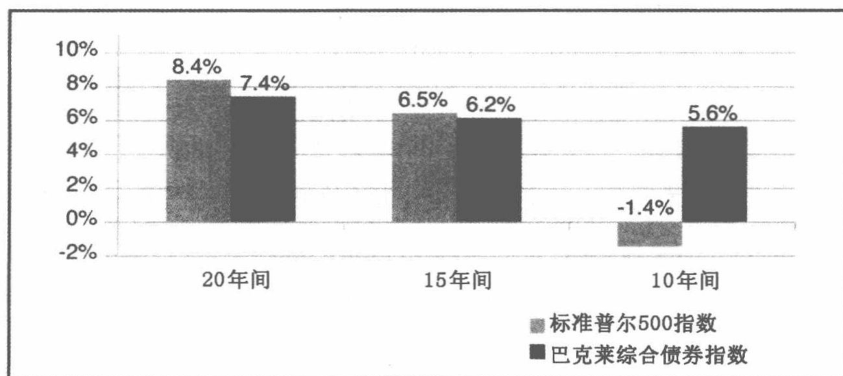
美国经济正经历着前所未有且难以支撑的债务危机，其经济发展前景堪忧。我们在前四章讨论过这些问题。未来的某个时刻，股票市场不得不向现实妥协。也就是说，在接下来的两三年，股市会因为政府的大规模经济刺激计划、赤字开支、银行零利率和美联储的印钞机而出现压抑后的反弹，尽管市场波动有些加剧，这种反弹类似市场持续恢复时的状态。但若干年后，当那些婴儿潮时代出生的人到达退休年龄、有资格享受全部社会福利时，正是股市触碰燃烧点的时候。到那时，持有股票投资的人会尽可能收手，并且会有很多人开始清算手头上的股票投资，以此支撑自己的退休生活，因为此时，他们对市场复苏的期望已渐渐消失。与此同时，正如国际货币基金组织(国际货币基金组织)和其他经济学家的预测，经济增长速率也会放缓，部分原因是因为经济刺激政策的效力开始疲软。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源:Standard & Poor's,Barclays Capital。

图 7.1　股票和债券:20 年的历程



资料来源:Standard & Poor's,Barclays Capital。

图 7.2　股票和债券:1989～2009 年间年收益率

同时,经济形势将会走向两个相反的方向。一边是迫切地需要偿还债务;另一边是迫切地需要借债,资助持续增长的联邦赤字、各州预算以及政府支持的房利美和房地美、各种福利保障项目,以此来支撑经济复原、为资产负债表再融资;

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还要重新应对被2008年的市场崩溃破坏了的家庭资产负债表和居高不下的失业率。精细调整的需求之间的不平衡会带来货币和利率市场的反弹，随之而来的影响将会在恐慌驱动的股市中得到放大。随着零利率政策的实施，美联储可以随意使用说服领导人或使用印钞的方法，而众多的经济刺激计划和赤字开支使得行政部门陷于瘫痪、资金缺乏、运转无效的状态。如果用这些措施来应对危机，无异于火上浇油；美联储的力量已经因其所承受的超负荷的资产债务表而耗尽，市场也会严重质疑它的诚信度。也就是说，不要再给我们的病人打加强针了！

投资和储蓄目标

我们头顶已阴云密布、危机重重，而有些专家却说现在的形势不差，鼓励我们要对美国有信心。我不知道此时的你们会不会仅仅因为这些专家的言论而继续惊心动魄地去冒险。我们确实应该相信美国，但是我们也想确保我们的资产得以保存完好，为我们的将来和家庭保驾护航。机会终归会来，而真正的机会是可持续的。我们只有良好地保存资产，才能更充分利用这些机会来进行投资。我们没有必要把我们的资产放进碎纸机，也没有必要当小白鼠来检验某些人的便宜估价观念。鉴于宏观经济发展前景的风险，债券评估绝不会便宜。由于利率持续处于低位，传统的股票评估已经较几年前有所降低。自2009年3月股市重创后的恢复也得益于这个安慰：最坏的可能已经结束，市场终于可以松口气了。然而，要想继续巩固这一成果，保持股市价格继续上涨，需要国民消费总量上涨和经济上升的支持。

约翰·蒂尼于2009年3月出任加州公共雇员退休系统(CalPERS)首席投资官，该系统作为庞大的机构投资者，管理着1 740亿美元的资产。约翰说："CalPERS不是择时而动的组织……鉴于在国民和财政机构中发生的去杠杆量，考虑收益的前景时应该更实际。没有一种消除方式可以不影响消费量。假如美国的消费量占经济总量70%，我们得到巨大收益的可能性几乎为0。我们不可能迎来股票价格的强大回升。随着信心的逐步增长，股票价格也会稳步增长。副业中的现金也会被吸收进来，因为没有人想错过这个反弹的机会。但是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样的情况会持续多久？我本人表示怀疑。”[1]

在这样的情况下，你或许想要好好审视一下自己的投资和储蓄计划，以及预期的投资回报。在过去几十年间投资股票的回报令人沮丧，而长期的债券投资则为投资者带来平均6%的年收益。回顾过去的20多年，包括20世纪90年代市场的飙升和互联网的大行其道，股票和债券的收益率旗鼓相当。你的储蓄足够支持你满足自己的目标吗？你是不是想依靠高风险的投资收益来弥补储蓄上的损失？或许你不该这么冒险。

如果你的目标是高收益率，你可能最终会陷入失望——收益凄凉，损失惨重，对你的退休计划造成重创。为了保存资本，你或许应该考虑先接受低一点儿的收益率，当然日后可能会更高。另外，脑中持有更实际的目标收益率能够让你避免大喜或大悲。更重要的是，它能为你带来更多想法、战略和机会，而不是让你被股市牵着鼻子走。我们将在第九章继续讨论这个问题。

风险和流动性

这样说来，不时地审视自己的投资组合以做出改变是十分必要的。市场有变动，生活也会发生改变，所以你的需求和目标要随之调整。

在书本上和互联网上找到需要每隔一段时间就审视投资组合的固定法则是不太可能的。然而，大多数投资者至少每个季度都会检查投资余额，有些当然会更频繁。甚至有时候我们每天都会看看余额，享受着不工作就有钱的美好感觉。

但是，审视投资组合意味着经过仔细审查，可能需要做出某些重要改变。在牛市时，我们想要把股票投资放在首位，所以我们要提升股票投资的比例。但是如果市场日渐衰退，我们会说：“我应该重新分配我的资产投资，降低股票投资比例。”反之，如果股市持续上扬，我们将怨声载道：“要是没有把股票抛出去该多好！”

这种情况下没有人是赢家，而且大家总是说得多、做得少，理财顾问也束手无策。何时需要调整投资组合？是每季度还是每年？重新调整是更好的战略还是按部就班？他们也无法给出这些问题的结论。他们看中投资盈利，难以做出决定。举例来说，你的投资中，股票投资和债券投资各占50%。此时因为股市

---

[1] Mark Veverka, “Keeping His Eyes Trained on the Long Term,” *Barron’s* (June 29, 2009): 34—35.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不断上涨，在下一年的投资中，建议股票投资比例增加到60%，而债券是40%；而你重新调整，继续用各占50%的比例投资，在第3年股市持续上涨，你认为或许6：4的投资比例更好，为自己之前的行为懊悔不已。

但是，审视调整并不是为了伺机而动以迎合市场追求利益最大化！

调整是为了管理投资风险，管理资金损失的风险。你的投资风险已经上升到了6：4，超出了预期范围，要加以控制。如果市场继续走高，你原定的5：5的投资比例也能带来更高的收益。如果市场走低，损失的风险还是被控制在可承受的范围内。这是一个双赢的策略。

调整风险

关注风险目标，或者说关注你可以承担的风险范围，你就知道应该何时重新调整投资组合了。与何时进入或退出市场一样，何时需要重新调整投资没有固定法则。即使不需要改动，也至少要每半年就全面审视投资组合，不过一般都会发现需要调整的方面。当然如果市场正经历着重大变化，就需要更频繁地审视投资组合。

你或许不希望投资比例同预期目标相差太远。我的经验是，按照10：15的比例分配。分配给股票或其他风险投资的比例越高，允许的偏差就越少。因为你无法预期偏差发生的速度(这取决于市场)。你或许想以每次2%或5%的比例应用到预期比例分配上，但这也不是固定不变的。

除去审视对风险投资的分配，你也可以想想，股票就一定是唯一且必需的投资渠道吗？与股价同进退的股票替代品如何？就损失和波动性而言，它的风险比股票小，当然收益也比股票少，但是比美国国债和其他投资级债券(Investment Grade Bonds)风险更大、收益更高。总之，它能够满足你的投资和风险目标。这样可以帮助你开拓你之前没有注意到的投资领域。类似的可选项还有一些垃圾债券(Junk Bonds)。首先要意识到，它们可不是大公司标出的3A级债券，而是部分股票股份债券的投资组合。同样的道理也适用于其他债券产品，比如国际股票。我们将会在第九、第十和第十一章继续讨论这个问题。

随着年龄越来越大，审视和调整投资组合变得越来越重要。同一个年龄阶段的人或许有着迥然不同的生活、职业、健康状况，他们的风险目标也随之不同。每个人能够承受的风险范围和对波动率的承受能力不一样，这些都决定了在你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资组合中你能拿出多少比例投资较为有风险的产品。对每个人而言，这些情况都不是一成不变的，甚至有时候会带来巨变。这些因素在你审视和调整自己的投资组合时都要加以考虑。

总之，风险都应该是你审视阶段性投资中的关注点，包括你的投资中有哪些风险，以及你能够承担的风险投资有多少。

绝对回报投资

在颠倒的市场中，我们需要关注和管理风险。但是想一想，不论何时我们都需要管理风险，就像从垂直而下的雪山上滑下的滑雪者需要全面的训练和全副武装的装备，就像不管是在城市道路上还是在高速公路上车辆都需要性能良好的刹车系统一样。

我们可以想出一个关注风险管理的投资方法，避免陷入与市场指数的竞争之中。我们控制投资风险，不受市场变化和其他变数的影响。我们要确定切实付出了努力，将风险降到最低，而不是对风险不闻不问，要知道，这些风险会给我们的未来生活带来致命的打击。此外，我们希望阶段性投资的收益率波动不要太大。换句话说，我们期待下一年的盈利最好同现在差不多，或者多一点点。

在任何市场情况下，这样的策略可以使我们无须在风险资金价值下降时迫不得已将它抛售，以满足我们对流动资金和收入的需要。因为我们对预期收益已经进行了良好的预测，我们确定自己是按照需求，遵循可预测的模式进行投资。就像做生意时，我们会保持收支平衡，避免资金短缺。就像你要保证在银行账户上存入足够的钱来支付各项生活开销和贷款。

总而言之，我们要预先制定策略，抗衡市场的特殊状况，与此同时，有能力保证生活方式不受市场崩溃的影响。

这就是绝对回报投资。

在第九章，我们会具体讨论绝对回报投资的概念、如何制定相关策略，以及如何应用绝对回报投资策略进行投资组合。但是，我们先要讨论投资中的各种风险，这也是第八章的主要内容。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章　风险意识

把钱存入银行一度被认为是最安全的投资方式，但直到银行业危机到来，以华盛顿互惠银行、乔亚维亚银行为首的众多银行纷纷倒台，才让人们意识到，银行的存款证书也没有看起来那么牢靠。事实上，银行和其他储蓄机构对 10 万美元(这个限度在 2013 年前由联保储蓄保险公司提高到了 25 万美元)以下的存款进行了限额保护，然而对许多储户来说，这远远不够。他们害怕存款被无限期地滞留在这些行之将死的银行中，至少在这乱糟糟的情况结束之前，他们担心拿不到自己的存款。尤其是当像主要储备基金(Reserve Primary Fund)这样的货币市场基金跌破票面价值，即它们的每股净资产价值降到货币基金市场的最低值时，这就更加印证了任何投资都不再安全的观点。此外，像目标日期基金这样的保守型共同基金在危机中的损失要比预期的多得多，这让它们看起来与其他股票共同基金没什么两样。忽然之间，风险有了更多层含义。但是，投资者到哪里去找安全而保守的投资渠道呢?

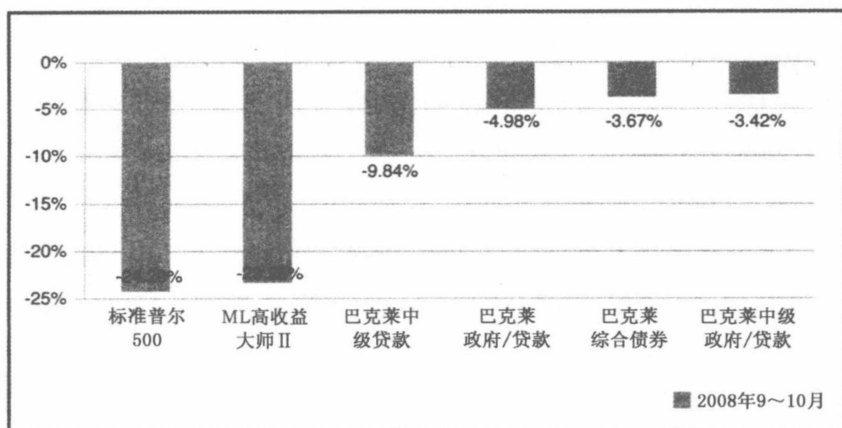
一边是股市下跌不止带来的损失，另一边是存银行的钱有一大部分消失不见。投资者不仅仅因为没有钱而担心未来，他们还担心自己的投资组合可能遇到其他风险。而在此之前他们根本看不到这一点，或者说至少没有为此担心过。

那么在投资组合中还暗藏着哪些风险？投资者们应该如何应对？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系统性风险

2008 年金融危机直击股票市场。投资者们惊讶地发现,在以往股市低迷时表现良好的其他种类资产在这次危机中也无一幸免,损失严重。例如,固定收益证券遭受了不同寻常的损失。在危机发生的 9 月和 10 月,各主要公司债券指数和政府证券指数都显示出损失,其中也包括成熟度处于中间值的证券。高收益债券同标准普尔 500 指数下降得一样迅速(见图 8.1)。即使是美国国债,也经历了高收益、低价格的情景。



资料来源:Standard & Poor's,Barclays Capital,Merrill Lynch。

图 8.1　10 月之痛

价格上涨的唯一产品是短期国债。担惊受怕的投资者们害怕损失,将资金投入这个"避风港",致使 3 月期的短期国债利息降到几乎为 0。然而,更低的短期利息对于指望银行来提高收入的投资者来说可不是好消息。当然好的一面是,短期投资能够满足现金的流动性需求。就高质量的债券投资组合而言,收入固定的投资者可以享有债券的利息收益带来的稳定收入,而不用管那些还未实现的资本贬值。

按理说,对冲基金在股市低迷时的表现应该比共同基金优秀,但是在这次危机中,它们也遭受了重创。在 2000 年的熊市中,尽管标准普尔指数下降,对冲基金保持可喜势头,创造了乐观的收益,但是这次却大相径庭。事实上,因为损失

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

严重，大量顾客撤资，很多对冲基金不得不关门歇业。随着危机的扩散和加重，黄金价格也出现了大幅波动——对比以前各次危机，黄金价格是最受欢迎的避难所，然而在这次危机最严重的几个月里，金价也急转直下，从 1 000 美元降至区区 700 美元。

2008 年，次级贷款的崩溃影响了整个美国经济和世界经济的心脏——银行系统。在这次的危机中，如果不是美国政府出手干预以保护银行系统，如果银行系统崩溃这样的末日危机变成现实，整个经济体系都会土崩瓦解，经济建设中所有的生产行为都要戛然而止。为了维持日常生活，人们需要现金！当流动性溢价发生，人们会跑向银行取出存款，致使银行破产。与此同时，投资者需要将手中的股票、首饰等非现金资产卖掉才能筹得资金。美国国债成为投资首选，不是因为它有多么高的收益，而是因为它是安全的避风港。因此，在国际市场，作为最大经济体的货币代表，美元价格竟然上升，成为投资者争先投资的币种。

在系统性危机发生时，经济错位，市场投资受到牵制。不同质量的资产定价混乱错位。卖家和买家因为感到恐慌，不再受价值驱动。高质量股票和低质量股票贬值得一样快，甚至更快——仅仅是因为它们更好出手，手握大量现金的买家开出不可思议的低价收购这些股票，而身处险境的卖家只好硬着头皮接受。同时，低质量股票甚至没有报价，尽管价格早已低到几乎无人问津，仍有可能被随后更加绝望的市场情况拉低，被迫以巨大的折扣出售。

然而，这次的情况有所不同，这是自 1929 年经济萧条以后第一次整个金融系统出现崩溃迹象。这与 2000 年因科技股泡沫破裂引发的熊市也不同：尽管在股市崩溃之后也出现了经济萧条，但仅维持了一小段时间，而且金融体系也没有出现危机。1987 年的“黑色星期五”事件尽管严峻，但持续时间不长，经常被人们轻描淡写地一笔带过。即使是 20 世纪 70 年代发生的市场损失，也不是因为整个金融系统崩溃引发的系统性危机：从 1961 年第一季度的低谷期到 1969 年第四季度的高峰期，在经历了 10 年的扩张之后，经济进入了另一个 10 年，而在这 10 年中，经济增长相对缓慢，通货膨胀到来。这一时期，经济增长速度放缓到每年 1.8%，通货膨胀率达到两位数，随之而来的市场损失是惨重的，并且持续了比 10 年更长的时间。

而 2008 年，一边因为房地产市场高房价泡沫的破裂，一边因为当时的经济体系中公私领域各个部门过多的杠杆效用影响，市场崩溃的情况更加严峻。银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行体系陷入难以承受的债务危机和损失之中，这个颠倒的"金字塔"跌跌撞撞，濒临破产，将整个经济拽到悬崖边缘。到 2009 年，经济增长前景仍不明朗。尽管人们广泛期待经济小幅增长，也普遍担忧通货膨胀和利率上涨，同时还不时伴随着对日本式通货紧缩的担忧，这些都影响着经济恢复。

但是，下一个债务泡沫已经在酝酿之中。经济债务负担在加重。来自中国等外国债权人不断对美国施压，要求美国减少财政赤字和国内公共债务，控制债务的必要性也得到了充分的认识。然而，减持债务或者说去杠杆化——即使是放缓债务的增长速度，都会对经济增长产生严重的影响。这会打破并摧毁现有经济不得体的平衡，陷入恶性循环。

作为投资者，身处系统性巨变时要如何应对？首先，承认系统性巨变确实发生了。最好的办法是，停止去冒更多难以承受的风险。还记得在第七章中，我们讨论过的那场带有寓意的大风暴的例子吗？一旦身处风暴之中，那些准备得最充分的人最有可能幸存下来。能取到现金至关重要。也就是说，你的账户要放在安全、保障有力的金融机构中。如果你已经退休，你需要的是可靠的收入来源；如果你还没有退休，你需要的是在工作前景不那么光明的时候能够有可依靠的现金储备。鉴于以往的经历，股票可不是靠得住的现金收入来源，也不是在危急时刻能够快速偿付的投资途径。

市场和经理带来的风险

还有一点同样重要：请记住你的共同债券基金在市场大跌和系统混乱时不会帮你减少损失。基金经理们更担心的是其手下管理的投资组合中的股票情况，而不是在此时客户可能遇到的损失风险和其他诸多风险，比如国际基金中汇率可能带来的损失风险。正如我们前几章所讨论的，因为基金经理们手持众多只股票，所以他们的投资组合和市场的表现非常一致。现代投资组合理论(MPT)中，有一个专门用来描述共同基金和股票市场的相似度的术语，称为贝塔，以希腊字母表中的第二个字母 β 表示；市场的贝塔值为 1 。

从本质上来说，现代投资组合理论推断，单只股票的收益受贝塔值和零风险率(比如单月短期国债)的共同影响。如果某只股票更少或更多地受股市影响，那么它的贝塔值会小于 1 或大于 1。然而在短期内，股票收益和市场表现可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不完全一致，有一定的调整空间，相差一定的数值。但随后这个数字渐渐缩小，最终股票收益和市场表现相吻合。把这样的理论运用到共同基金中，就会发现共同基金的表现也同市场一致。上面提到的剩余空间的数值用希腊字母阿尔法（α）表示。如果一个共同基金的收益情况高于市场基准，我们说这个基金有阿尔法或者有超额收益，即使这样的表现是因为投资组合里包含了更多高风险股票，将投资暴露于更高的风险环境中。但很多时候，这些高收益都被归功于基金经理技艺高超，选对了股票，并不是高风险。与之相反，如果基金的贝塔值为 1 或高于 1，但它的表现还是低于市场，这就可以作为一个双倍补偿的例子；你花得越多，冒的风险越高，但是获得的收益比市场指数还少。

牛市中的表现

实际上，几乎没有一个共同基金的贝塔值小于 1 很多，也几乎没有能取得超额收益的共同基金。不同贝塔值的基金在市场上升时的表现也会有所不同，但是在市场下跌时，两者的价值也都会下跌。[1] 因此，在股市严重衰退时，通过共同基金的损失情况可以追踪股市的情况；基金的贝塔值越高，说明总体损失越大。

减少贝塔值的策略之一，就是通过加大现金来减少市场参与。然而，基金经理们一般不愿意加大现金，以减少基金在市场中的参与度。他们害怕在市场恢复和反弹时错失进入市场的机会，在 20 世纪 80 和 90 年代股市上涨时期，就常常出现这样的情况——市场在短暂下跌后马上就恢复了良好状态。基金公司也害怕这样的情况出现，担心会影响基金经理手持基金的表现，他们野心勃勃地想要管理好市场风险。于是，基金公司要求基金经理，在持有的基金组合中，如果要将现金的比例加到 10%以上，必须提前提交管理通知。正是因为要上交这份提前通知，可能要面对因为判断失误而出现的窘境，基金经理们更愿意不作为，眼睁睁地看着手中的基金在熊市中同股市一起沉迷。当然，他们也希望自己手中的基金不要同市场一样下跌惨重；如果真是这样，他们就会为自己驾驭基金组合的超凡技艺大肆庆祝，广而告之。

因此在熊市中，投资者也只能眼睁睁地看着自己的资产缩水。不论何时，他们从理财顾问那里得来的唯一建议——与其说是建议，不如说是安慰——就是：

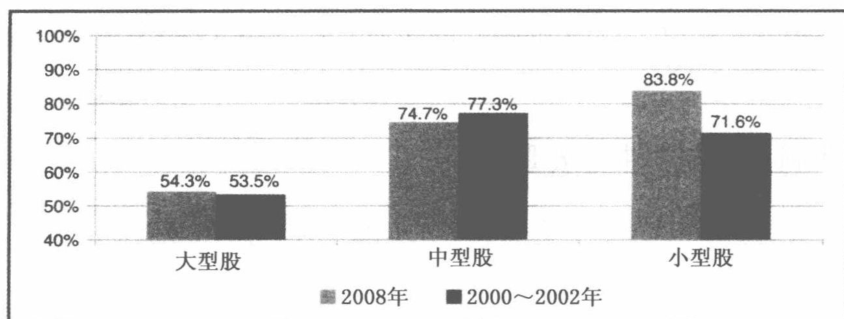
---

〔1〕 Mark Hulbert, "A Quarter When Mutual Fund Rankings Didn't Matter," *The New York Times*, January 24, 2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“坚持住,市场还会恢复的。”是啊,市场会复原。问题是,你能坚持到那个时候吗?

在这方面,值得再引用一份标准普尔的研究报告,实际上这份报告也仅仅是证明了学者和金融实践者早前对共同基金表现所做的结论。[1]“在股市中,流传至今的一个说法是,积极的管理在熊市中会表现出明显的优势,因为这样可以迅速将投资转换到现金或更加保守的股票。但是在 2003 年,我们研究 2000 年和 2002 年熊市的情况,破解了这个说法。而 2008 年的股市衰退为我们提供了又一个例子。”[2]2008 年的情况更糟,损失率大于市场基准的股票比例增加到了 70.9%;而在 2000～2002 年,这个比例只有 67.5%(见图 8.2)。



资料来源:Standard & Poor's。

图 8.2 熊市:表现差于基准指数的股票基金

高级经理的表现

即使是技艺超凡、眼光精准的职业经理人,在应对熊市时也提供不了太多帮助。在 2008 年的大熊市中,被晨星公司(Morningstar)评级很高的共同基金也同市场一样损失惨重。

晨星公司根据风险和不同时期的收益对基金进行评估和分级。一星代表最差,五星代表最佳。你可能会认为投资星级高的基金能够在市场严重衰落时给予你一些保护。好,让我们来看看,你每个月初都不辞辛苦地调整自己的投资组合,将晨星公司推荐的免收佣金的高级别共同股票包含在内,结果会怎样? 据

[1] “Standard & Poor's Indices Versus Active Funds Scorecard, Year End 2008,”April 20, 2009. http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/index/SPIVA_Report_Year-End_2008.pdf.

[2] “Standard & Poor's Indices Versus Active Funds Scorecard, Year End 2008,”April 20, 2009. http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/index/SPIVA_Report_Year-End_2008.pdf.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《纽约时报》的马克·赫尔伯特(Mark Hulbert)报道,2008年第一季度,上述高级别债券平均亏损率为22.3%,而同时期标准普尔的亏损率为21.94%。[1]

其他被广泛认可的星级基金在总体上也表现出相似的结果。瓦洛兰公司(The Value Line)的评级系统推荐的组合基金在2008年熊市时亏损了22.2%。还有一种基于动量的评级系统,根据基金过去半年到一年的表现来选择优良基金,希望它们在下一年延续之前良好的表现。然而,这种基于动量原理选择的基金损失了22.3%。其他受学术研究支持的基金表现也半斤八两。这其中有一种叫卡尔曼滤波器(the Kalman Filter)的数学分析方法,经这种方法测算出的最佳基金在2008年第一季度的损失为22.2%。还有一种在学术研究中备受推崇的方法——返回股方法(Return Cap Approach),基于这种方法构建的基金在当年第四季度的损失率为20.6%。[2]

不同市场周期中的表现

大量研究表明,在精心管理的基金中,只有一小部分的表现高于市场基准水平。而标准普尔最近发布的研究数据给出了最新结果。[3] 如图8.3所示,1999～2003年和2004～2008年这两个为期5年的市场周期中,2/3的基金表现都低于市场平均水平。在像小型股这样的支线上,在2004～2008年的周期中,它们的表现更为糟糕。

作为个人投资者,如果你坚持希望在成千上万名基金经理中选到像珍宝一样熠熠生辉、永不失误的基金经理,你或许会同那些市场专家一样深受打击。他们经常挂在嘴边的话就是:“我不知道下一年该选哪个经理呢。”[4]

事实上,找到此类基金经理的可能性几乎为零。如果你仍然信心十足地认为有能力的经理人能够打败市场、表现优异,看一看这个数据:如果我们要找到在15年历史记录中打败市场,且每年平均收益率高于市场基准4%的股票,结果会令我们大失所望。[5] 在晨星公司有20年记录的542只股票基金中(到

---

[1] Hulbert, “A Quarter When Mutual Fund Rankings Didn't Matter.”

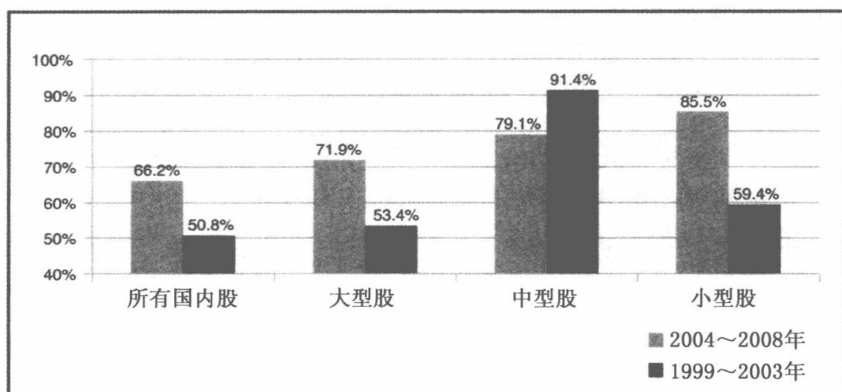
[2] Hulbert, “A Quarter When Mutual Fund Rankings Didn't Matter.”

[3] “Standard & Poor's Indices Versus Active Funds Scorecard.”

[4] M. P. Dunleavey, “That Rush to Beat the Market,” *The New York Times*, April 11, 2009. http://www.nytimes.com/2009/04/12/business/mutfund/12active.html.

[5] Jeremy Siegel, *Stocks for the Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns & Long-Term Investment Strategies*, Third Edition. New York: McGraw-Hill, 2002.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源:Standard & Poor's。

图 8.3　市场周期:表现差于市场基准水平的股票基金比例

2009 年 1 月),只有 13 只基金的平均收益超过标准普尔指数 4%。[1] 也就是说,这个比例为 3∶100。所以,发现高级经理和优良基金的可能性犹如大海捞针。即使我们经过长时间寻找并发现了技能高超的经理人,他们也可能已经转到其他行业去了。

这些数据和研究早已向我们表明:对于投资者来说,指数基金是最佳选择。这使得他们可以用相对较低的费用,在市场上涨时获益,在市场下跌时维持与市场一样的损失。

如果交给行动活跃的基金经理来打理你的投资,他为你选的股票有 50%的可能性损失大于市场基准水平,甚至会更糟。在 2002 年 100 只最差股票基金中,平均亏损率为 53.3%,比标准普尔 22.1%的损失率还要高出两倍多。[2]

然而,这个万能基金经理的神话还在市场上流传着。根据晨星公司的数据,有超过 7 495 只较为活跃的基金管理着 4.5 万亿美元资金,而传统的指数基金只有 304 只,资产总值仅有 5 080 亿美元。[3]

---

〔1〕 Mark Hulbert, "The Index Funds Win Again," *The New York Times*, February 21, 2009. http://www.nytimes.com/2009/02/22/your-money/stocks-and-bonds/22stra.html? _r=1.

〔2〕 Mark Hulbert, "Why Weak Funds May Bounce Higher," *The New York Times*, April 11, 2009. http://www.nytimes.com/2009/04/12/business/mutfund/12stra.html.

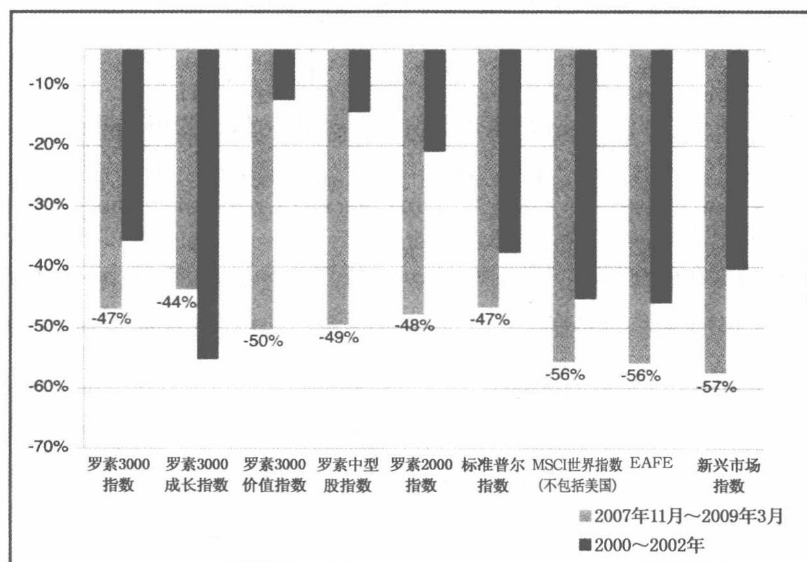
〔3〕 Dunleavey.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不同策略的表现

因此，共同基金在市场起伏周期内的表现可能差于市场基准水平，在市场下跌时比指数基金损失更多。这个令人不悦的事实让投资者身处困境，他们本想通过选择高级基金经理来帮助他们安全躲避股市的暴风雨。

另外，在市场严重衰退时，所有市场相关环节都会下跌。图 8.4 显示了 2000～2002 年间和 2007 年 11 月～2009 年 3 月期间美国和世界主要市场指数的累计损失。从该图中可以看到标准普尔的损失、代表市场普遍情况的罗素指数(罗素 3000)、成长股和价值股，以及代表中小型股的罗素 2000，同时包含MSCI世界指数(不包括美国)，其中包括 MSCI 欧澳远东指数(EAFE)和新兴市场指数。



资料来源：Standard & Poor's，Russell Investments，MSCI，Barra。

图 8.4　收益率：熊市中的各主要股指

图 8.4 明确表示，2008 年市场所有相关环节都大幅下跌。标准普尔指数损失 46.6%；除罗素 3000 指数小幅下降之外，其他指数跌幅更大。国际股指表现更糟糕。MSCI 欧澳远东指数只下跌了 55.8%；新兴市场指数下降 57.4%。在 2000 年的熊市中，国际股指的跌幅也高于标准普尔指数。而在罗素指数中，价值股、中型股和小型股的表现略好，它们没有像罗素成长股指数那样受到网络公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司成长股的影响。

“虚假的”多样化

如果投资者们不能依靠基金经理来帮助他们控制市场风险，那么他们如何进行自我保护？凭直觉减少股票等高风险投资的比例是一个好方法。将投资转移到安全的投资渠道，如货币市场基金、银行定期的固定收益股票以及现金，这些都会为你的投资保驾护航，降低损失风险。当然另一方面，如果市场复苏，这样保守的投资策略也会让你错失赚钱的机会。

这种投资调整策略也称为资产配置(Asset Allocation)。它是决定投资组合收益的最重要因素，这一点已经成为投资者们的一大信条。一项被金融从业者奉为权威的研究指出：投资组合中有93.6%的收益得益于资产配置，也就是说，对股票、债券和现金进行重新投资分配，不是因为对股票和时机的选择，也不是因为在不同的市场环节中轮换，更不是因为其他策略。[1]

资产配置对投资收益至关重要，对管理投资风险也同样重要。如果资产配置做得好，投资风险可被控制在个人投资者能够承受的范围之内；反之，则可能会将投资者置于意想不到的风险之中。

从其最初的概念来说，资产配置将资产分为三个方面：股票、债券和现金。大多数常规投资组合将投资分配在现金和各种短期货币市场上，或是各种股票和固定收益股票——包含美国国债和不同级别的公司债券(见表8.1)。

表8.1　资产种类的多样化

资产种类	现金和短期投资
	国库券
	评级较高的公司债券
	其他投资类债券
	高回报债券
	大型股
	中型股
	小型股
	国际股

〔1〕 Gary Brinson, Randolph Hood, and Gilbert Beebower, “Determinants of Portfolio Performance,” *Financial Analysts Journal* (July/August 1986): 39－44.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

投资风格	核心股
	价值股
	成长股

低风险的固定收益投资降低了整个投资组合的风险，它与股票之间的相关性越小，对减少投资组合风险就越重要。

反之，如果新加入的投资种类风险较大，即使风险总系数不变，新投资与其他投资的相关性越强，整个投资组合的投资风险就会越大。这一点非常重要：很多投资组合在进行资产配置时，都会加入高相关性和高风险的投资种类。最近有一项研究分析了五种资产种类：美国大型股、美国小型股、欧澳远东股、美国债券(雷曼兄弟综合债券指数)和现金。这项研究表明：投资组合 90%的波动同其资产配置策略有关——这一结论与之前的讨论一致。[1]

假设某个投资组合中包括现金、国库券、优质公司债券和大型股，其投资风险取决于投资股票的多少；如果增加风险大于国库券且与股票相关性更高的风险债券的投资比例，即使固定收益和股票投资比例不变，投资组合的整体风险也会加大。同样，如果为了保持投资组合的多样性，在投资中除了大型股，还加入小型股和国际股，那么它的总体风险也会相对增加，因为后两者风险更高，与大型股的相关性也更高。

当股市长期处于上升趋势时，加入高风险投资种类会带来更多回报。然而，我们要意识到，这样做会有增加损失的风险。在不确定的市场环境下，投资者要清楚地知道这些增加的风险，在投资组合中加入风险投资时要更加谨慎。

历年来，哈佛、耶鲁、普林斯顿和斯坦福等大学[2]践行了资产配置的艺术，将收到的捐款进行投资并取得了巨大成功，成为同行羡慕的对象，也成为基金经理们眼中的投资模板。2008 年 6 月结束的财政年，哈佛大学捐款基金创下了连续 10 年保持平均收益率为 13.8%的纪录。普林斯顿和耶鲁的成绩更好，分别为 14.9%和 16.3%。相比之下，标准普尔在同样时间段的收益率只有区区 2.9%。考虑到这些基金管理着数额巨大的捐款，它们的连续盈利和高收益率更

[1] Roger G. Ibbotson and Paul D. Kaplan, "Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance?," *Financial Analysts Journal* (January/February 2000): 26—33.

[2] All the facts and figures are from "The Big Squeeze," *Barron's* (June 29, 2009): 20—23.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加让人钦佩。在 2008 年末,哈佛的资助总额为 369 亿美元,耶鲁为 229 亿美元,而普林斯顿为 163 亿美元。它们对这些捐款进行投资组合,投资产品不仅包括传统的股票和债券,还包括对冲基金、私募债券、房地产和其他不动产。耶鲁和普林斯顿大学将 75%的捐款投资于对冲基金、私募股权、不动产基金和其他商品的相关投资。但就参与度而言,这两所学校参与股票投资的比例为 95%。因为耶鲁投资组合中的杠杆作用,耶鲁几乎没有参与债券投资。哈佛大学将 55%的资产投资于另类资产,而在哈佛大学非营利性资助基金中,这个比例为 35%。需要注意的是:常春藤盟校与其他基金投资对冲基金的比例相似。它们对另类资产投资的不同仅仅在于,常春藤盟校将更多资产投资到私募股权和不动产中——长期非现金投资。同样,它们手中几乎没有什么现金,如果有需要,它们习惯于伸手借钱。

而在 2008 年的危机中,这个一直给它们带来成功收益的策略也失去了作用。在 2009 年 6 月结束的财政年,耶鲁大学捐款基金的投资损失率为 24.6%。其将损失归咎于对不动产资金和木材的投资(损失率为 33.9%)。对能源资产的投资也损失了 47.4%,而持有的私募股权值下降了 24.3%。[1] 哈佛的财政报告称,其在 2009 财年的亏损率为 27.3%;其中所投资的私募股权损失了 31.6%,而不动产的资产值下降了 37.7%。[2]

摩根士丹利前战略专家拜伦·维恩(Byron Wien)在评论三所常春藤名校的投资分配和投资表现(见图 8.5)时说:"历史已经失去了可借鉴的意义。"[3]同样的情况在芝加哥大学管理的 66 亿美元捐款基金中也重演着。糟糕的结果除了大大打击了校方的投资信心,促使他们对投资进行重组,一些投资委员会成员也因此请辞。[4] 芝加哥大学董事会主席和捐款基金委员会成员安德鲁·阿尔伯(Andrew Alper)慨叹道:"我们低估了现金的价值,同时也高估了自身多样化的程度。"[5]

---

〔1〕 Yale University Office of Public Affairs, "Yale University Releases Endowment Figures," September 22, 2009.

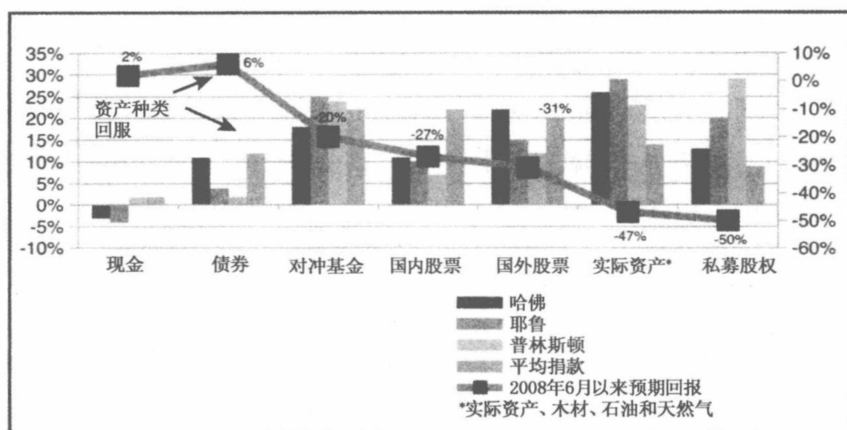
〔2〕 "Harvard Management Company Endowment Report: Message for the CEO," September 2009. http://www.hmc.harvard.edu/pdf/2009_HMC_Endowment_Report.pdf.

〔3〕 "The Big Squeeze."

〔4〕 "College Try: Chicago's Stock Sale," *The Wall Street Journal* (August 21, 2009): C1.

〔5〕 "College Try: Chicago's Stock Sale," *The Wall Street Journal* (August 21, 2009): C1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源:Barron's June 29,2009。

图 8.5 常春藤盟校捐款基金:资产配置

因此,历史记录的情况驳斥了多样化投资的价值,投资组合不会因投资多样化就在市场各环节中减少损失。原因是:虽然步调不一致,但这些投资种类和市场共同进退。在市场下跌时,投资者在多样化的投资组合中也没有得到良好的保护。

利润虚高

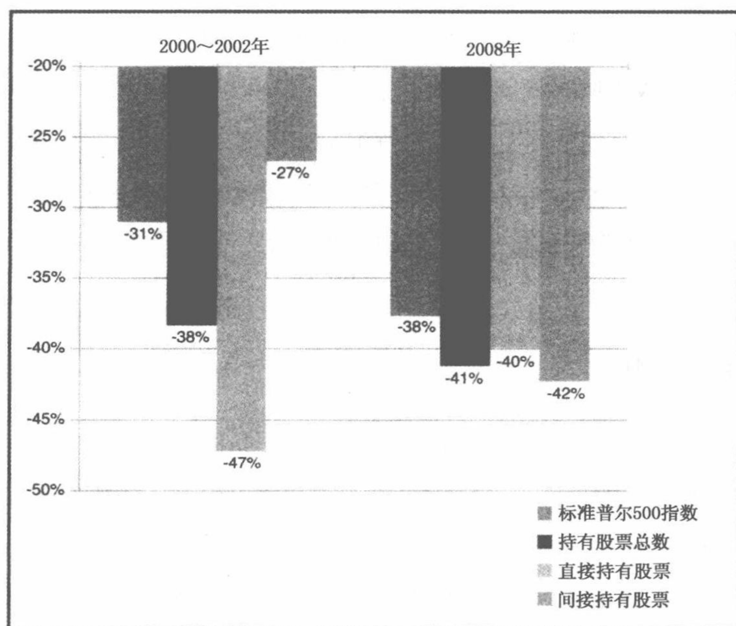
上涨的市场自然让人满心欢喜。市场上涨期,在每个静悄悄的周日早上,当孩子们还在熟睡,我们会一遍又一遍地计算过去几周收获的投资盈利。而在周一早上,我们做的第一件事就是打电话给理财顾问,希望听到市场又上涨的好消息。因此,我们买了更多股票。市场持续上涨,我们不断花更多的钱。同时,我们也买进了诸如小型股和国际股等风险较大的投资产品。

然而,2000 年和 2008 年的熊市到来时,我们发现自己的损失比标准普尔指数的损失还多。

图 8.6 显示了在市场上涨时的虚假收益和下跌时的实际损失。美联储通过发布资金流量表季度数据指出:个人持有的股票包含基金账户中经纪人直接持有的基金,还包含其他共同基金中的间接基金,比如人寿保险、退休金和 401(k)计划。2002 年末,股票整体价值减少到 10.6 万亿美元,比 1999 年损失了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

38.3%。对比之下,标准普尔的损失率为 31.2%。这些数据还不包括每年新加入的资本。因此,个人股票的损失率实际上比报道得还要多。直接持有的股票表现更糟,损失了 41%。2008 年的情况也是如此。个人持有的股票损失了 41.2%。而此时标准普尔的损失为 37.7%。同时由职业基金经理管理的基金中的间接股票和公司退休金计划损失更多,达到了 42.2%。综上所述,个人持有的股票自 1998 年之后积累 10 年的增长总值在 2008 年底损失殆尽。



资料来源:Standard & Poor's;Federal Reserve Board;FFA Table b100.e。

图 8.6　虚高的盈利,更大的损失

也就是说,我们周日早上计算到的那些盈利和我们继续投入的资金,在股市下跌时全部蒸发了。

在像过山车一样跌宕起伏的市场中,所谓的盈利假象更如昙花一现,损失的风险也更大。在保持颓势的市场中,我们至少要敬而远之。而在股价持续走高时,我们应该把账面上的盈利拿出一部分,也就是说,这样可以帮助我们应对损失。然而,在颠倒的市场,比如过去 20 年间的日本股市和 1965～1982 年间的美国股市,买高卖低的风险不成比例地维持在高位。害怕错过良机、渴望挽回损失,以及股市专家们热切地预计未来市场会上涨的架势,这些强烈的情绪都会影

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

响投资者冷静的判断和有效的计划。

最终，就像“龟兔赛跑”的寓言一样，竹篮打水一场空。

流动性和安全性

在牛市中经常听到的投资建议是：对于生活必需品和其他商品支出的流动性需要无须太在意。这虽然是投资者经常听到的建议，却存在着缺陷。也就是说，当你需要现金的时候，要卖掉价格上涨的股票。所得收益要按照资本所得缴税，税率比普通收入所得税要低。除此之外，固定收益的回报预计小于股票回报。在股市上涨时一直如此。为了保持4%或5%的盈利作为花销，投资者投资给股票的比例会更多，而不是投资非固定收益。然而，组合基金中产生的现金流不足以支持投资者的现金需要。于是他们通常会卖掉一部分股票来满足现金需要。

满足流动性

这个策略之所以有缺陷，是因为它过度依赖股价的上涨，而这一点最容易被人忽视。即使不是身处熊市，股市也不会直线上涨，而且任何股票在一天之内都能上涨或下跌5%或10%甚至更多。那么投资者要过多久卖掉手中的股票或者共同基金才能满足每月开销？具体卖哪只股票和基金？难道仅仅因为手中刚买的这只股票下跌就卖掉它吗？说不定接下来它会涨很多。那些已经购买多年且收益很高的股票如何处理？这些收益要缴纳相对较低的资本收益税。而且它们或许会继续保持盈利。这项操作变得复杂起来，风险也加大，而是否对基金经理有利成为做出决定的原因。

在极不稳定的市场环境中，如果股价像过山车一样上涨或下跌，或一直处于边缘状态，或处于熊市，做策略决定要更加谨慎。

众所周知，很多公司破产的原因在于扩张和发展过程中投资过度。因此，它们在短期内缺乏现金流，无法满足继续扩张的需求。然而，商业公司大多建立了较为合理的价格信用体系，包括商业报纸和银行相联系的贷款渠道。对于个人而言，他们仅有信用卡和家庭股票是贷款渠道。前者的利息率尤其高，而后者会将贷款者置于这样的风险之中：如果股市下跌，或者财政情况恶化，他们拿去抵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

押的房屋就会被收回。

随着2008年危机继续拉低股票价格,很多投资者开始意识到投资组合中现金的缺乏,也意识到投资产生的现金难以满足需要。他们因为不愿意卖掉股票而被套牢,深陷损失之中,但是他们也不愿意卖掉投资组合中的固定收益股票。对一部分深陷现金流陷阱的人来说,他们不得不延迟退休或者做自己不愿意做的工作,才不至于入不敷出。

流动性证券

对于购买了流动性较差的股票或者限制流动性的债券的投资者而言,缺乏现金流动性更为恼人。像垃圾债券这样流动性较差的股票,只能以极低的折扣价出售。即使是处于预算紧张状况的州政府发售的债券,如加州债券,可能最终也要以极低的折扣售卖。对冲基金无一例外都有流动性限制,有时是很烦琐的限制。通常投资者撤销对冲基金的投资时,要有一个通知期限,通常是一个月到一年。即使被准许,他们也还要继续等待一个月或一个季度才能真正拿到退款。赎回的请求可能还被延迟。私募基金、不动产和其他实际资产的投资要面临更严格的流动性限制。

而这就是哈佛和其他几所大学的捐款基金所面临的情况,在接下来的几年中,缺少流动资产还会带来更严重的问题。他们的投资组合中现金比例较少,充满非流动性股票,难以估价,更难以按合理的市场价格出售。然而,这些股票肩负着产生一半可供大学执行的预算的任务,对比规模小一点的学院,这个数值是5%～10%。[1] 这也是为什么他们将投资盈利目标设置很高的原因之一。另外,捐款基金还要应对平均5%的撤款率,同时校方还期望受益率能应对通货膨胀率。以普林斯顿大学为例,其目标年收益率是10%。

更加雪上加霜的是,这些捐款还要承担继续为私募股权和其他实际资产募资的重任。也就是说,投资者在私募股权中必须应对资本召集通知。2008年6月底,哈佛大学要支付的投资总值达到110亿美元,耶鲁是87亿美元,普林斯顿为61亿美元。对比这些捐款缩水的市值,这可是一笔不小的数额,大约占到其捐款总额的44%～55%。算下来,哈佛的总值大约是250亿美元,耶鲁是170亿

[1] "The Big Squeeze."

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元，普林斯顿为110亿美元。[1]

这些资产的流动性将会在接下来的几年继续影响大学捐款基金的灵活性。因为不愿或者不能够将非流动性股票打折卖出，这些捐款基金在有现金需要时只好外借，这样做影响整体投资表现，也可能会错过利用新投资机会获利的大好时机。同时，对大学的发展也有着深远的影响。大学不得不缩减预算、冻结工资，甚至裁员[比如威斯利学院 Wellesley)]、减少财政支援[比如明德学院(Middlebury College)]，还有食堂停止供应热早餐(比如哈佛大学)。其他投资者的处境也不太乐观。穆迪投资者服务机构(Moody's Investors Services)最近将达特茅斯大学(Dartmouth University)的债券从三星降到了两星，并且评论到："它的表现一直不错，但是需要重新评估某些投资策略带来的相对优势。"[2]

现金余额的安全性

大多数投资者没有非流动性投资，比如私募股权，或者像大机构投资者拥有的对冲基金。他们将现金余额、货币市场投资、股票和债券账户存放在金融机构里，而他们现在正处于麻烦之中。银行业危机导致诸如华盛顿共同银行等众多银行关门大吉，这使得投资者的资产置于更大的风险之中。迄今为止，从2007年到2009年7月份，共有不到100家银行关门停业，然而在2006年，这个数字为0。这个数字比起1989年联邦存款保险公司(FDIC)关停了534家银行要小得多，也比1929年经济大萧条时数千家银行倒闭的结果好得多。但是这样的对比意义不大，原因有很多，其中之一就是现在银行的规模要比以前大很多。

此次银行倒闭潮波及范围之大令人震惊，从西弗吉尼亚到华盛顿，从新泽西州到加利福尼亚州，从爱达荷州到明尼苏达和其他州，无一幸免。由于大批银行倒闭，联邦存款保险公司也因为大量清算银行资产而几乎耗尽所有储备资产。根据联邦存款保险公司公布的数据，2008年秋，其储备资产达600亿美元，然而到2009年第二季，这个数字下降到108亿美元，仅仅等同于银行存款1%的2/10。此外，2009年第一季度，联邦存款保险公司名单上的不良银行数量增长了1/3，从305家增长到了416家。

联邦存款保险公司担保数额为25万美元以下的银行存款的安全(见表

---

[1] "The Big Squeeze."
[2] "The Big Squeeze."

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8.2)，但剩余部分的资产则由银行自负盈亏，那么在银行倒闭时，这些资产就会有亏损的风险。存款人需要研究银行的限定条件，以确保自己的存款安全。银行账户的后备选项就是货币市场基金，尽管它们很多都提供支票签字，但是它们不受联邦存款保险公司的保护。然而，这些基金的资产本应该与投资公司和经纪行的其他账户分开。与此同时，据报道，由大型公司管理的很多货币基金资产中都含有大量的贷款类债券。因此，为了避免管理客户资产过程中的不规范行为，避免因为糟糕的操作而使得基金净资产值降至 1 美元以下，投资者会将基金分别投资到很多家大型投资机构。这些机构的规模保证他们能够在这些基金濒临失败时还有后路。还有另一种可能性，就是投资政府的货币市场基金，即美国国债。

表 8.2　　联邦存款保险公司存款保险限额(到 2013 年 12 月 31 日)

个人账户(只有 1 个户主)	每个户主各 25 万美元
共有账户(户主至少为 2 人)	每个户主各 25 万美元
退休账户(包含个人退休账户)	每个户主各 25 万美元
可撤销信托账户	每个户主各 25 万美元，受益人至多为 5 个(在特殊限制和需求条件下，受益人可增加到 6 人或 6 人以上)
公司账户、合资人账户、非企业团体账户	每个公司、合伙人或非企业团体各 25 万美元
不可撤销信托账户	每个固定不变的受益人各 25 万美元
员工福利计划账户	每个固定不变参与计划的受益人各 25 万美元
政府账户	每个官方保管人各 25 万美元

资料来源：Federal Deposit Insurance Corporation。

管控风险，保存资本，创建财富

风险无处不在，我们在投资中随时都可能遇到。在好光景的年代，风险会被掩盖并被人们抛于脑后。似乎此时风险不存在，不值得重视。然而，只有坚持不懈地管理和控制这些风险，才能帮助投资者保留资本，在危机时刻消除恐慌。我们已经审视了风险的诸多方面，包括系统性风险、市场风险、基金经理风险、虚假的多样性和虚高盈利，以及投资资金的流动性和安全性。在下一章，我们将集中讨论如何以“绝对回报”作为框架，用资产配置策略管控风险，创建财富。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章　绝对回报:管控风险,创建财富

富达投资的麦哲伦基金因为其基金经理彼得·林奇(Peter Lynch)的大力推崇而成为共同基金投资者们争相追捧的宠儿。这个富有传奇色彩的选股高手造就了同行们难以企及的成绩:他管理的基金每年盈利都能超过标准普尔指数。这其中一部分原因是,他深入研究小型股并大量购买小型股。在 20 世纪 80 年代和 90 年代股市处于牛市时,这项策略可以让投资者和基金经理赚得盆满钵盈。然而在 1995 年,麦哲伦基金调整策略,买进大量现金和债券,几乎占到其 560 亿美元总资产的 1/3,这令麦哲伦的 430 万投资者和媒体错愕不已。这次策略调整由麦哲伦基金的新任经理杰弗里·威尼克(Jeffery N. Vinik)操控。他的前任彼得·林奇对"股票市场充斥了大量投机行"[1]表示担忧,他不再活跃于管理投资组合的战场上,而在他退休之后,威尼克就接手了他的工作。彼得曾经这样解释自己的决定:"大量资金涌入像麦哲伦这样的共同基金。投资者带着极大的期待,投入自己的资金,却没有表示出与投资规模成比例的担忧——这同

[1] Edward Wyatt, "Magellan Fund Chief Explains Cautious Strategy," *The New York Times*, May 15, 1996. http://www.nytimes.com/1996/05/15/business/magellan-fund-chief-explains-cautious-strategy.html.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1994 年年末的市场情景可谓大相径庭。”[1]他还写道：“股市里到处都是欢欣鼓舞，在某些区域更是如此。”[2]在威尼克的调整下，一边是市场持续上升，一边是麦哲伦基金的收益率小于飙升的标准普尔指数，此时，对威尼克的指责扑面而来。而实际上，在威尼克 4 年的任期中，麦哲伦基金的价值上涨了 84%，击败了大多数同类产品。单在 1995 年，麦哲伦的收益率就达到了 36.8%，仅比标准普尔 37.6%的收益率略少一点，领先于 80%的成长型基金。[3] 当然，对于那些指责者来说，略微高于基准水平显然是不够的。在威尼克卸任后，麦哲伦基金经理就发行了一只非常成功的对冲基金。而威尼克的继任者迅速卖掉了麦哲伦基金中的固定收益部分，恢复了最初的投资风格——被称为彼得·林奇式的令人难以置信的连胜技巧。[4] 转眼到了 2009 年 5 月，根据富达投资的数据，麦哲伦 1 年期、3 年期、5 年期和 10 年期基金损失的钱比标准普尔指数还要多。[5] 在上一年中，麦哲伦的亏损率为 38.18%，而标准普尔为 32.57%，这期间市场在 3 月份的低迷之后有所反弹。现在的麦哲伦基金因为近 3 年来持续的低迷表现，被晨星公司仅评为一星。

如果批评威尼克的那些人能够预见接下来持续 10 年的熊市，如果他们知道多年积攒的积蓄会在瞬间消失殆尽，他们可能就会为威尼克的行为鼓掌。可不幸的是，他们在乎的是，威尼克操控的基金收益率在市场基准水平之下。在他 1996 年 5 月辞职之前，他管理的麦哲伦收益率是 5，而此时标准普尔是 12。

按照牛市时的惯例，基金表现是否在市场基准水平之上是衡量一个基金经理成功与否的标准。他们不在乎眼前的暂时盈利，实际上这些盈利也不过是纸片上的数值，因为投资者甚至没有机会将它们变现——去杂货铺用这些钱买东

---

[1] Edward Wyatt, “Magellan Fund Chief Explains Cautious Strategy,” *The New York Times*, May 15, 1996. http://www. nytimes. com/1996/05/15/business/magellan-fund-chief-explains-cautious-strategy.html.

[2] Edward Wyatt, “Manager of Biggest Mutual Fund Quits After Recent Subpar Gains,” *The New York Times*, May 24, 1996. http://www. nytimes.com/1996/05/24/business/manager-of-biggest-mutual-fund-quits-after-recent-subpar-gains. html.

[3] Edward Wyatt, “Manager of Biggest Mutual Fund Quits After Recent Subpar Gains,” *The New York Times*, May 24, 1996. http://www.nytimes. com/1996/05/24/business/manager-of-biggest-mutual-fund-quits-after-recent-subpar-gains. html.

[4] Leslie Eaton, “A New Magellan Helmsman Cast from Peter Lynch's Mold; Robert Stansky Follows Mentor's 'Growth' Tack,” *The New York Times*, May 24, 1996. http://www. nytimes. com/1996/05/24/business/new-magellan-helmsman-cast-peter-lynch-s-mold-robert-stansky-follows-mentor-s. html.

[5] Fidelity Investments Web site. http://personal. fidelity. com/products/funds/mfl_frame. shtml?316184100.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

西或者购买其他生活必需品。他们的目标是赶超市场，不论基金经理冒了多大的风险。收益率超过市场基准是衡量一个经理成功是否的标准，也正因为这样，基金经理才有大笔的提成和奖励。如果股市出现震荡，受损失的是那些投资者而不是基金经理，而且他们完全可以将原因归咎于糟糕的市场表现。出现这种情况时，投资者仍然会被鼓励，基金经理说，要坚持住，因为“市场总会恢复的”。

绝对回报

2000 年的熊市引发了一个关注点，也让人们用与以往不同的角度看待基金表现和市场基准的关系以及资本亏损的风险。富有的投资者开始关注和研究投资策略，寻找那些至少试图控制市场下行风险的经理人。换句话说，他们已经厌倦了跟随市场上涨和下跌，看着自己的大量资产白白损失，而那些共同基金经理束手无策。有些经理甚至鼓吹自己的基金盈利比市场基准高出几个百分点，而事实上此时这只基金的损失已达 30％甚至更多。这样的态度与大部分富有投资者的挣钱方式可不同，他们之中很多人是企业老板、执行总裁或实业家。他们靠真实工作来赚钱，而不是像投资经理一样做着“纸上的交易”。显而易见，当他们看到自己投资到股市的资产蒙受巨大损失时，是十分恼怒的。当然，对于那些不是十分富有的投资者来说，也是如此。

近半个世纪以来，从劳氏公司的劳伦斯・蒂诗(Lawrence Tisch)这样的行业领袖到黛博拉・克尔(Deborah Kerr)和拉娜・特娜(Lana Turner)这样的电影明星，这些富有的投资者采用的投资方式各异。[1] 基金经理在遇到市场下跌时，卖空某些股票，坚持用长仓的方式来避免损失，有些因此大获盈利。虽然这样的投资方式在过去的半个世纪获得了显著的成绩，然而对共同基金市场来说，卖空这种行为却是十足的反常行为。共同基金经理购进股票，希望市场上涨。如果市场下跌、股值缩水，他们束手无策，只好等待股市上涨时再高兴一番。但是，股票投资更在于对时机的把握。只要你还在股市中，积累的利润就仍有可能损失殆尽。在你把手中的钱兑换成现金之前，都不能说这些盈利是你真实拥有的。

---

[1] Carol J. Loomis, “Hard Times Come to the Hedge Funds,” *Fortune*, January 1970. http://www.xcv.org/misc/HardTimesForHedgeFunds.html.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但投资者认为，投资获得的盈利是真金。他们还指望着用这些盈利为自己的退休生活及其他方面——比如送孩子上大学——带来可靠的资金保证。这也是为什么他们不愿看到投资亏损的原因。

他们也不在乎所谓的相对表现。这样的观点可以从那些已经积累了大量净资产的投资者包括退休人员那里经常听到。他们看重的是，投资是否能够为他们带来可观的退休养老费用，保持一定的生活水平，还可以支付他们的慈善活动和其他支出，而资产的风险也相对较小。他们不会关注市场基准，也不会将市场基准与他们的投资回报作比较。他们不会特别注意标准普尔和纳斯达克指数的高低。他们投资的最重要目的是，能够满足他们所需要的生活水平，当然最好能够为他们的资产带来一些增值。如果想要变得更有钱，他们会更加努力地工作，扩大自己的生意，而不是用手头已有的资金去冒不值得的风险。

这个合理又实际的目标是每个投资者持有的最重要的目标。因此，当个人投资者手中的共同基金为他们带来收入，哪怕远远落后于市场指数的收益率，他们都会很高兴。只要基金经理为他们挣到了钱，他们都会很满足。只有在投资开始亏损时，他们才会开始担心。因此，尽管标准普尔指数家喻户晓，但是大多数个人投资者不清楚它和罗素 1000、罗素 3000 有什么区别——后两种指数是机构投资者经常用来衡量各自基金经理成功与否的标准。

事实上，对市场基准的痴迷起源于股市中的卖方。也就是说，各个基金为了吸引投资者，经常用盈利超过标准普尔的额度来与同行竞争。他们大肆宣传，将超过市场基准的基金经理鼓吹为超群无双的人才，但是很少提及赢得这些回报所面临的风险。例如，在互联网泡沫时，没有人真正关心像 AOL 这样的股票是否适合投资组合的价值。因此，每一个基金经理都试图赶超市场指数。市场持续上涨时，谨慎不再是美德，落后于市场指数是蠢钝、缺乏远见和缺乏智慧的表现。

那些相对有经验的大型机构投资者也醉心于基金表现和市场的关系。用数据武装起来的金融咨询师，用历史回报记录来给投资者提建议。从小型股到大型股，从价值型投资到成长型投资，机构投资者对比投资经理资产回报率和市场指数的高低来判断其在同行业中的水平。确实，基金经理的排名如果低于同行，哪怕他管理的资产面临较小的风险，也都不再被列入机构投资要选择的基金经理范围，更糟糕的是，他们甚至会被公司解雇。上面说的风险，不是指亏损的风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险，而是指波动率以及每月和每年回报的变化率。

大家认为，优秀的基金经理是那些赢过市场指数和同行的人。如果市场下跌，损失不算是不良表现，只要损失低于市场基准水平，就还是可以接受的。

然而，对个人投资者而言，不管有没有钱，亏损都是不受欢迎的。损失的钱就不能用来买东西了，也无法让人变得富有。这就是为什么要有对冲基金。它与需要长期持有的股票和债券投资最不同的特征就是，不管市场是上涨还是下跌，投资者都希望能从中盈利。

因为对冲基金强调不论市场情况好坏都有盈利，所以也被称作绝对回报策略；尽管经常事与愿违，它并没有达到预期回报。2008 年对冲基金的平均亏损率为 20%。但是整体来看，它们还是足够成功的。在 2000 年的熊市期间，对冲基金研究公司股票对冲策略指数(the Hedge Fund Research Inc.，HFRI)追踪长期和短期股票基金。据该数据显示，对冲基金 2000 年的收益率为 9.09%，2001 年为 0.4%；然而在 2002 年亏损率为 4.71%。而对比标准普尔 500 指数，这 3 年均亏损，2000 年亏损率为 9.09%，2001 年为 11.88%，而 2002 年为 22.1%。值得一提的是，HFRI 在 1999 年的盈利率为 44.22%；而当年标准普尔的盈利率为 28.69%，当然 1999 年也因此成为不同寻常的一年。

绝对回报的主题思想是规避风险。对冲基金经理通过卖空和其他风险管理技巧，来达到减少风险以获取最高利益的目的。当然，他们并不是都能达到这一目标。有些损失惨重，不得不关门大吉。但这是他们区别于传统长期共同基金的最大不同之处：规避风险，寻求最高盈利。这样做的结果就是，每月和每年的盈利波动性越来越小；也就是说，对比长期共同基金而言，对冲基金的波动性更小。

绝对回报涉及的这几个方面——规避风险和较低的波动率——对积累财富和保持收入来源有着重要的作用，这一点将在后面具体分析。

财富、波动率和市场下跌

在理想情况下，绝对回报的方法是，不论市场上涨或下跌，都按照自己的目标赢得利润，哪怕在市场上涨的情况下收益率落后于如标准普尔指数这样的市场基准指数。但是反过来说，在市场下跌时，用这样的方法也能有所盈利。损失

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

被限定于某个最小值。对于退休人员和某些机构而言，他们需要从投资中定期取出一部分钱来满足日常和其他费用，那么限定风险这个概念就非常重要。我们可以用一个更实际的例子来理解这个概念：假设我们下个月或下一年想从投资中取出一部分钱，我们需要一些时间提前做准备，好让我们顺利做出相关交易或者取现手续。但是我们当然希望钱就在手边，并且比现在持有的数额要多。然而，像股票这样波动率高的投资往往在我们最需要将它们变现时处在价格下行。

波动率的负面影响和财富的损失

假设一名投资者从 2000 年 1 月 1 日开始将积攒的 100 美元投资到标准普尔 500 中——我们称之为场景 1。尽管那时不是非常适合入市的时机，但是在 2007 年 10 月股市达到顶峰时他也会收回成本，最初投资的 100 美元将会增长到 119.90 美元。整体上来看，这个投资无功无过，年收益率仅为 2.34%，低于 3 月期的美国国债。但是，至少他是挣到钱的！

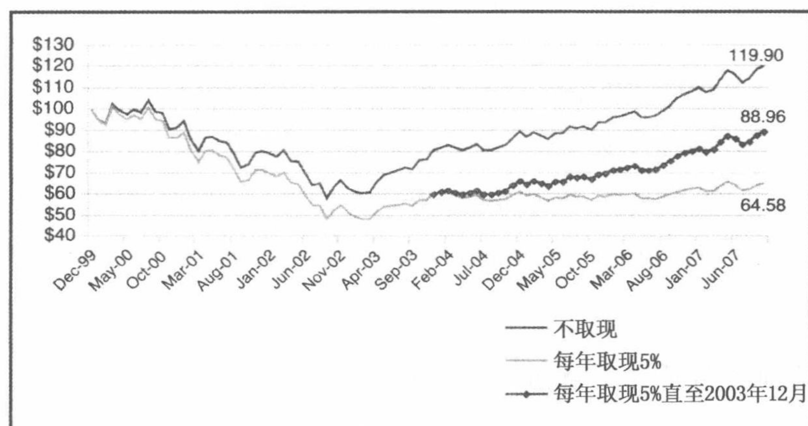
我们对比一下其他投资方式。投资者从一开始就必须每月从投资中取钱，此时的年化利率为 5%，至于他取钱的比率并不影响结果，只是数值不同，他会卖出自己的股票，一只又一只地卖出，或是卖出持有股权的一部分——我们称之为场景 2。截止到 2007 年 10 月，在道琼斯指数和标准普尔 500 指数创下历史新高之后，他的投资可能会缩水到仅有 64.58 美元。而在此之前的 5 年里股价一直在涨！

我们再设想一个场景 3。从 2004 年开始，这个投资者意识到不能继续这样做，不再取钱。看起来这是一个适时的选择，因为此时市场开始复苏，并在接下来的 4 年里连年上涨。到 2007 年 10 月，这个投资者的余额恢复到 88.96 美元，虽然仍然低于他投进去的 100 美元，但是比继续取钱而最终拿到手的 64.58 美元要多。

图 9.1 简要叙述了这 3 个场景，显示了不同时期财富的波动模式。这 3 个场景说明了投资者不同的投资分配和花费方式对投资的影响。如果你开始从投资中取钱，市场波动率越高，对财富的损失越大，你所能掌控的投资流动性和收入能力也越弱。

投资者一边积累财富，一边等待市场复苏。当然，他们是否应该相信市场能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源:Standard & Poor's。

图 9.1 周期性取现对财富的影响

够复苏,这是另一个问题。然而,在有开销的时期,为了支付日常开销和应对熊市,或是为了应对忽上忽下的市场而不得不周期性地从投资中取现时,将会给存款带来致命性的影响,哪怕市场已有大幅度的复苏。在市场低迷时,投资者不得不寻找其他收入来源,否则他们将面临财政上的损失。正如图 9.1 所示,截止到 2009 年 3 月,在场景 1"不取现"中,投资者能够看到在 2007 年 10 月,他的投资达到了 119.9 美元的高度,虽然随后又跌到了 63.97 美元,但这比起 2002 年 9 月的最低值 57.55 美元,已经足以让他谢天谢地了。他可以从这场灾难中崛起,积蓄力量,等待市场恢复!难道不是这样吗?

然而,如果投资者继续取现,到 2009 年 3 月他的存款便会降到 29.28 美元。而这样的财产损失无疑是令人难以接受的。

稳固收益带来的财富优势

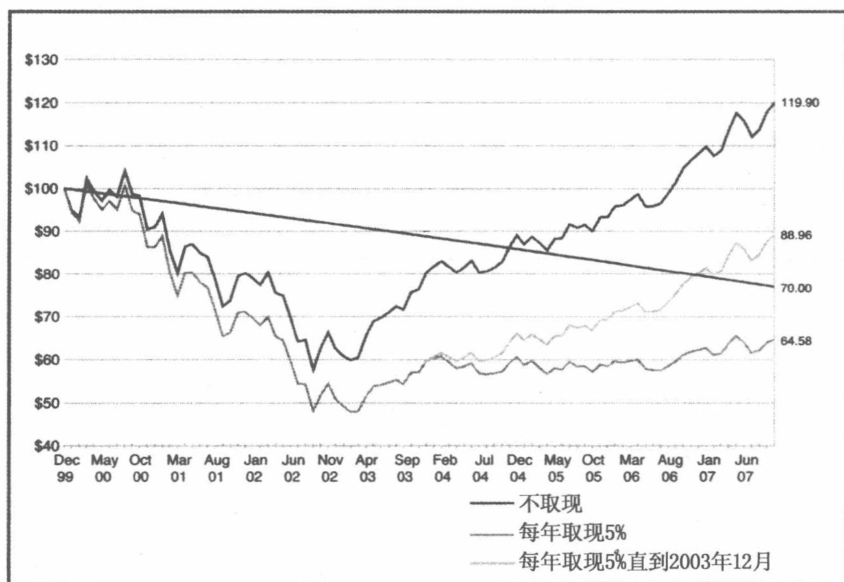
如果投资者在 1999 年末退出股市,转而投资固定收益证券会怎样?那时短期和长期利率都超过 5%,也就是说,投资者每月都能在年化收益率为 5%的前提下取现。而到 2007 年 10 月,他的存款也可以超过 100 美元而不是 64.58 美元。再到 2009 年 3 月,他的存款还是超过 100 美元而不是 29.28 美元。

然而,理财顾问和市场专家并不鼓励退休人员完全撤出股市(不信可以问问杰弗里 · 威尼克)。即使濒临股市崩盘,他们也辩称,退休人员需要依靠股票更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高的长期利润来保护他们的存款。问题是，退休人员能够等待那么长的时间吗？看看他们的寿命时间表就能知道他们已处于生命末期，可能等不到市场恢复的那一天！

2000 年 1 月～2007 年 10 月间，股市的总收益率恢复到 19.9%，相当于年化综合收益率为 2.34%或者每月 0.2%的收益。假设在 2000 年 1 月，投资者把存款都用于投资，比如购买年收益率为 2.34%的债券（这个数值远远低于当时的股市利率），然后取出相当于 5%的数额——我们将此称为场景 4，如图 9.2 中的直线所示（他需要卖掉一些资本，以弥补 2.34%和 5%之间的差额）。到 2007 年 10 月，他的存款达到 77 美元，少于最初投资的 100 美元，但是对比投资股市最后到手的 64.58 美元，已经多出了 19%。



资料来源：Standard & Poor's。

图 9.2　稳固收益带来的财富增值和股票收益对比

让我们再看看场景 4，投资者用较为平庸的投资方式，产生 2.34%的收益率。2004 年 1 月～2007 年 10 月间，股市盈利为 32.82%，或者说年化收益率为 7.68%，是 2.34%的 3 倍。这也是为什么理财顾问不同意撤出所有股市投资的理由。这个理由对也好、错也罢，要记住，2.34%的收益率能为投资者的财富带来 19%的增值，而且投资流动性风险较少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

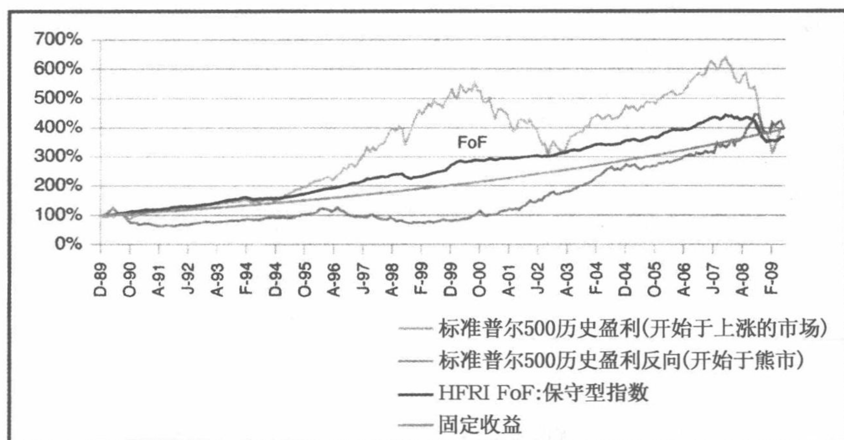
因此，在股市分销期，周期性收益的变化会对投资者的财富产生重大的影响。对于给定的预期收益率，变动越大，财富损失的可能性就越大。反过来说，收益越稳定，越有利于保存财富。

最终财富途径和短期幻想

在财富积累阶段，如果没有周期性的取现，波动率对最终财富没有影响；也就是说，在理财结束或退休时，最终财富还是可观的。这是一道很简单的算术题，标准普尔的年盈利率为 7.29%。

如果投资者的盈利率年年保持在 7.29%，最终的结果也会大同小异。同样，如果投资顺序颠倒了，也就是说，从 2009 年得到的收益开始，往前追溯到 2008 年，再到 2000～2002 年间的熊市，直到 1990 年 1 月的盈利状态，最终的财富值还是相同的。

当然，这其中的财富状况有着天壤之别。图 9.3 非常清晰地说明了这个问题。图中展示了 3 条不同的财富道路：第一条，用标准普尔已有月收益率；第二条，用已有收益；第三条，用相当于年 7.29%的不变月收益率。



资料来源：Standard & Poor's，Barclays Capital，HFRI。

图 9.3 到达最终财富的路径

一种是正向投资，另一种是反向投资，用两种路径积累的财富差距巨大，这也取决于投资始于牛市还是始于熊市。如果在最初的 5～10 年的财富积累期，股市像 2000～2009 年间那样处于颠倒的状态，甚至是更糟糕的逐步下跌的状

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

态，那么未来几年让人期待的复苏情况就不会那么令人欣慰。在被问到何时能看到美国经济驶出隧道、重见光明时，纽约大学著名经济学教授鲁里埃尔·罗比尼(Nouriel Roubini)说："光明在哪里？是从另一辆列车那里来的吗？"再有耐心的投资者也可能缺乏必要的资金或手段以等待市场的风暴平息。

将上面两种投资场景对比固定收益投资，即投资者以预期每年7.29%的盈利率积累财富的计划。到2009年7月，他能获得的最终收益与投资股市一致。不同的是，他不用经历股市过山车一样的起伏：20世纪80～90年代股市上涨带来的欢欣振奋，以及2000～2008年间的股市遭遇熊市的痛苦忧虑。事实上，在此20年间，巴克莱综合债券指数(图9.3中的固定收益这条曲线)创造的年化收益率为6.96%。

图9.3为投资者显示的另一条投资途径是投资以"HFRI FoF：保守型指数"为代表的保守型对冲基金。如名称所示，这种保守型基金投资特殊的对冲基金，寻求稳定的收益。在20年的投资时段中，HFRI FoF的年化收益率为6.91%，波动率则为4.1%；而标准普尔和巴克莱综合债券的波动率分别为15%和3.9%。

因此，在波动率低的投资中，投资者会更自信，迈开大步向前走。他的净资产能够得以保留，收入也是触手可得的。而在股票投资中，投资和收入都会遇到风险。

用绝对回报创造终极财富

上面的分析指出了财富积累阶段稳固回报的重要性，在投资和管理退休金中也是如此——短期盈利虽然很高，但是如果无法持续这种高盈利的模式，并不能最终带来良好的财富积累。收益的复合效应决定最终的财富规模。因此，对于投资者来说，要理清自己最终的财富目标，以及为达到这个目标所采取的最低风险策略。确定明确的目标，能够为投资者挖掘出意想不到的机会，既可以满足投资目标，又可以规避不必要的风险。对于很多投资者而言，不管是保守型还是扩张型，固定收益股票都能够很好地达到这个目标。在某些市场环境下，单就潜在回报来说，固定收益或许是最佳投资方式。在本世纪头10年里就已经有这样的投资机会了，而那时高品质的公司债券的盈利率仅在7%左右。但是固定收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益的回报明显远高于股票收益。一名退休人员每年取现 5%，仍能够看到资产增值；对于存钱的人来说，他们的存款也是逐步增加的。但那时的情况是，股市不倒，牛市似乎没有终结的一天，谁愿意投资债券呢?

这个问题的答案是：是那些仔细考虑过退休计划和财富积累、清楚股票高波动率和高风险性本质的投资者。这样的投资者不会理会传统理财顾问的传统建议，而是认真考虑是否应该把大部分的资产投入能产生相同收益却更稳妥的投资渠道。

位于纽约曼哈顿的库伯高等科学艺术联合大学(the College Cooper Union for the Advancement of Science and Art)，管理捐款资金的模式不同于其他常春藤大学。正如《华尔街日报》[1]的报道，在 2001 年科技股泡沫破裂及世贸中心遭遇恐怖袭击后，各大学收到的捐款减少了 1/3 以上，官员们也开始纷纷咨询破产律师。这场灾难是致命的。2006 年，在股市攀向历史新高时，库伯大学捐款基金的管理者开始采取一系列措施提升现金比例，将投资组合中的 1/4 投入能够产生绝对回报的对冲基金中。库伯大学的主席说：“我们知道，如果我们冒了很大的风险但失败了，我们将无法东山再起。”2009 年 3 月之前的 9 个月，他们的对冲基金的亏损率为 18%，而同期标准普尔 500 的亏损率为 36.34%，中型捐助基金的亏损率为 27%。此时库伯大学的投资收益与耶鲁、哈佛所遭受的投资损失形成鲜明对比，后二者将大部分捐助资金都投入私人债券或实际资产中。捐助管理委员会主席批评常春藤大学所遵循的投资模式，指出这个模式“存在重大缺陷”，没有强调大学对现金的需要，而这就像退休员工指望利用一直上涨的股价来支付他的生活开销一样。

对于那些错过了本世纪之初和 2007 年机会的人，现在还有机会避免这场财政痛苦。

因此，对于想要创造最终财富的投资者来说，面临的选择十分明晰：要么选择在退休时有可靠的收益，不用担心过多的财富积累过程；要么选择经受难以确定的市场起伏。

也正因为此，我们发展了绝对回报的概念。不追赶市场基准，用尽可能少的风险达到最终的财富积累，这就是绝对回报这一投资方式的要旨。

---

[1] John Hechinger, “One College Sidesteps the Crisis,” *The Wall Street Journal* (June 30, 2009): C1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绝对回报的途径

“条条道路通罗马”，这句古语不假。但到底选择哪条道路还是取决于个人情况，也就是人们对利益的渴望和对风险的畏惧。

淡淡香草味

对于很多退休人员来说，最佳的投资策略或许是30年期美国国债。这个相对收益较少的投资产品每年产生4.5%的利息收入。这个看起来十分平庸的数字与股票在过去15年中的总体收益相比，却没有多大的区别。另外，在可预见的将来，股票的收益率或许还达不到这个数值。退休工作人员还可以尝试一些通货膨胀保值国债(Treasury Inflation Protected Securities，TIPS)；也可以尝试一些高品质的公司债券，使投资收益率达到5%以上。

然而，重要的不是把这个收益同股票收益或者市场基准做比较。如果投资者寻求10%以内的绝对收益率，投资高品质的固定收益债券就能够达到这个目的。事实上，很多投资者正是这样做的。他们还利用地方政府债券来避税。尽管听起来有点极端，但这是许多艺术界和娱乐圈名人最喜欢的投资途径。

那么如何应对通货膨胀和资本增值？退休人员应该担忧这些问题，并且为了将来的不确定性而承担股票投资的高风险吗？他们能够剪下这些优惠券，等到债券更加成熟稳定，然后让他们的后代兑换债券的券面价值来受益吗？当然，债券的券面价值是会存在的，但是股票可能就不会了。当然，希望那时年轻的一代已经替他们的父母或祖父母付清了他们所累积的债务，要知道，这笔债务或许比大萧条时期还要严重。仔细想想吧，到那时，社会福利已经被消耗殆尽，而我们的后代不用为照顾我们的晚年生活而担忧，这将是多么理想的情景。娱乐圈名人靠努力工作来抵御通货膨胀。那么其他行业的工作人员也应该用这种方式来为自己的生活做积累，而不是指望着不切实际的投资回报颐养天年。因为这些回报可能是虚幻的，在将来只会带给他们痛苦。体育界、娱乐圈和其他很多高风险的行业，在其中工作的人们要面临工作、收入和生活方式上的很多变数和风险，难道他们应该把辛辛苦苦挣来的钱拿去再冒风险吗？这就是为什么他们中的很多人购买地方政府债券的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值得一提的是，如果我们对通货膨胀会使债券贬值这一可能性过于担忧，难道我们不用担心通货膨胀对股票的影响吗？想想 20 世纪 70 年代的通货膨胀！在那时，股票带给我们的只有焦虑和挫折。在任何时候，想要在变幻莫测的股市环境中增加财富，总会有其他的办法，对此在下一章和其他章节我们也会有详细论述。靠股票来对抗通货膨胀不是唯一的投资选择，也不总是最佳选择。

多元化的债券投资组合

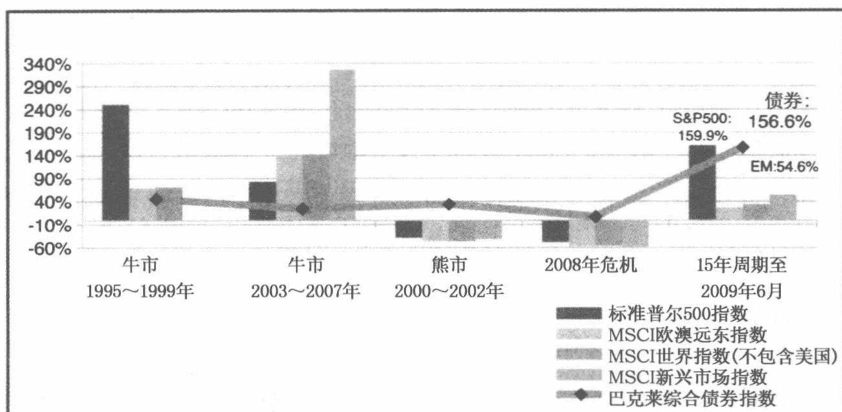
从更广的层面来看，我们不应该忘记还有一个优于股票的绝对回报投资策略，这个策略在股市一路领跑的那些年被遗忘，但它的确是一种优良的绝对回报投资途径，那就是——债券！

人们一遍又一遍不厌其烦地说，股票要用于长期投资。让我们假设债券有这样的优势，以此为依据在一个完整的市场周期内研究债券的收益。图 9.4 显示了巴克莱综合债券指数和其他世界股指——包括标准普尔 500 指数、MSCI 欧澳远东指数、MSCI 世界指数(不包含美国)和 MSCI 新兴市场指数——的累积收益。我们选取下面 5 个时间段：两个股市上涨时期，分别为 1995～1999 年和 2003～2007 年；两个股市下跌时期，分别为 2000～2002 年的熊市时期和 2008 年前后的危机期，即 2007 年 11 月到 2009 年 6 月；还有整整长达 15 年的市场周期，即从 1995 年到 2009 年 7 月。

图 9.4 中显示的一些信息对我们来说并不陌生。首先，在股市上涨期，债券表现远远劣于股票；但是在股市下跌期，它们带来了可观的收益。绝对回报投资策略的一个主要目标就是，不管在什么样的市场环境中，都能够产生可观的收益。综观历史，不论是对冲基金还是新型投资方法共同基金，都难以达到这个目标，当然共同基金的产生时间还很短。债券也无法达到这个目标，1994 年的巴克莱综合债券指数亏损率为 2.9%。但是，在我们分析的这 5 个时间段，债券却没有发生亏损。

其次，图 9.4 中还揭示了一些让我们略感意外的事实：在这个历时 15 年的市场周期中，债券以整体 156.6%的收益率与标准普尔 500 指数 159.9%的收益率几乎持平。债券也轻松击败了国际股指，大大超过了它们的收益。根据现代投资组合理论(MPT)，考虑到波动率和风险与收益的比例，巴克莱综合债券指数的表现也远远优于股票指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：Standard & Poor's，Barclays Capital，MSCI Barra。

图 9.4　市场周期内股票和债券收益比较

需要指出的是，这是一个精心选择的典型历史阶段(包含股市上涨期和下跌期)，但未来的情形可能就不是如此了。在通货膨胀的环境下，长期债券的表现十分糟糕，当然股票的表现也不好。同时，不论是何种程度的债券，只要是趋向于成熟，都能够以较小的风险产生稳定的收入来源。而此时对通货膨胀敏感的股票可能会表现欠佳，而剩下的股票市场也乏善可陈。相反，在通货紧缩时期，股票很少有良好的表现，但此时高品质债券表现得可圈可点，还会收获购买力上涨所带来的优势。在过去 15 年间的市场环境中，如果有股票更占优势的时期，那也是很少的时间段。如此一来，稳定收益就成为正确的选择——除非你以 20 世纪 80 年代和 90 年代的收益情形做赌注。

因此，绝对回报投资组合可以是固定收益投资组合，也可以包含一系列短期和梯形期限债券，再加上由著名公司管理的高品质债券基金。梯形期限债券组合能够提供稳定的现金流和收入，而债券基金可以帮助你增加收入，丰富你的收益来源。类似巴克莱综合债券指数的债券基金就可以符合这个要求。为了应对不断变化的利率环境，使用指数基金时，也可以考虑用债券基金作为补充。

在这里我们要提出一个警示：不是所有的基金都以同一种方式来管理。交易活跃的基金可能会更为投机。有些债券基金过于关注利率的发展方向，由此带来了交易损失，抵消了曾经的收益，甚至影响了原始投资资本。更重要的是，虽然昂贵的服务费到哪里都不受欢迎，但在债券基金中，这正是区分好债券和差

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券的唯一因素。垃圾债券仅仅被称为部分债券，它们虽然有利率上的优惠，但是和股票一样存在着较高的波动率，面临着较高的亏损风险。因为面临货币风险，国际债券基金的亏损风险也很高，传统的债券基金经理可能缺乏管理此类基金的技巧，他们甚至选择无为而治。然而，货币价值会同股市一样上下波动，而货币风险也是影响国际债券基金收益的最重要因素。同国内债券相比，两者的相同点仅仅是因为它们的名字中有相同的单词：债券。

对冲基金

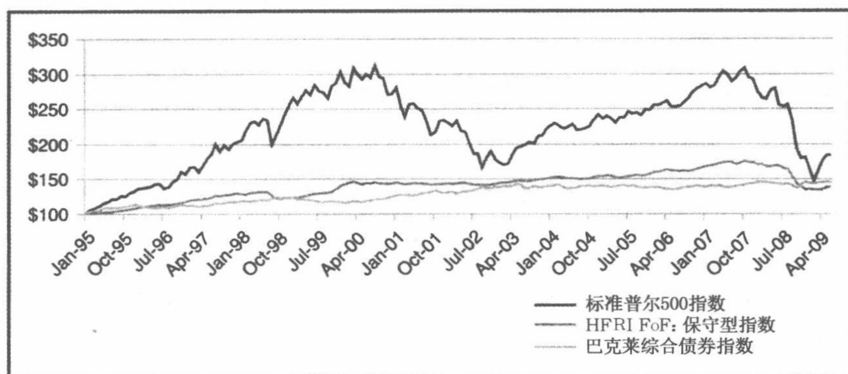
在 2000 年遭遇熊市时，对冲基金让投资者成功避免了毁灭性的亏损，尽管对冲基金不是在每次危机中都大显身手，但这次事件让更多人对对冲基金的绝对回报性质产生了更多兴趣。总体来说，对冲基金旨在基于大幅度减少波动率和风险性的前提下，寻求与股票投资一样的收益。对此在下一章我们还会详细讨论。现在，我们花点时间来介绍一种对冲基金投资方式，称为基金中的基金(Funds of Hedge Funds，FoFs)，或母基金。

如名所示，这些基金中的基金以较为保守的导向将资本投资到某一领域的专业对冲基金。这些专业对冲基金倾向于选择所谓的相对价值交易，比如固定收益套利和类似股票中立市场中较少暴露于股票市场的短期或长期策略。对于个人投资者来说，这些基金中的基金比专业对冲基金更易接近。各大投资银行对此类基金的投资限额只限定在几万美元。但是它们的费用也不便宜，投资者要支付管理费，可能还要支付基金经理的提成，而单个的对冲基金可能不需要支付这些费用。尽管在投资理念和投资导向上都偏保守，这些保守型对冲基金组合并不是每一次都能规避风险。2008 年，HFRI 保守型基金中的基金指数(HFRI FoF Conservative Index)指出，基金中的基金亏损率为 19.86%，尽管低于股票市场亏损率，但对投资者来说，这个数值也已经很惊人了。

图 9.5 重现了 1995 年到 2009 年 7 月间，保守型基金中的基金指数、巴克莱综合债券指数和标准普尔 500 指数的收益对比。假设每年都从每个指数中有 5%的取现。基金中的基金的收益已经减去了服务费，而另外两种指数收益也不包含其他花费。值得注意的是，这个 15 年的周期包含了两个不同的股市周期，对波动率不同的各个资产种类也产生了长期的影响。

最终，3 种投资策略获得的财富没有显著不同。截止到 2009 年 7 月，债券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：Standard & Poor's，HFRI，Barclays Capital。

图 9.5　股票、债券和对冲基金收益对比

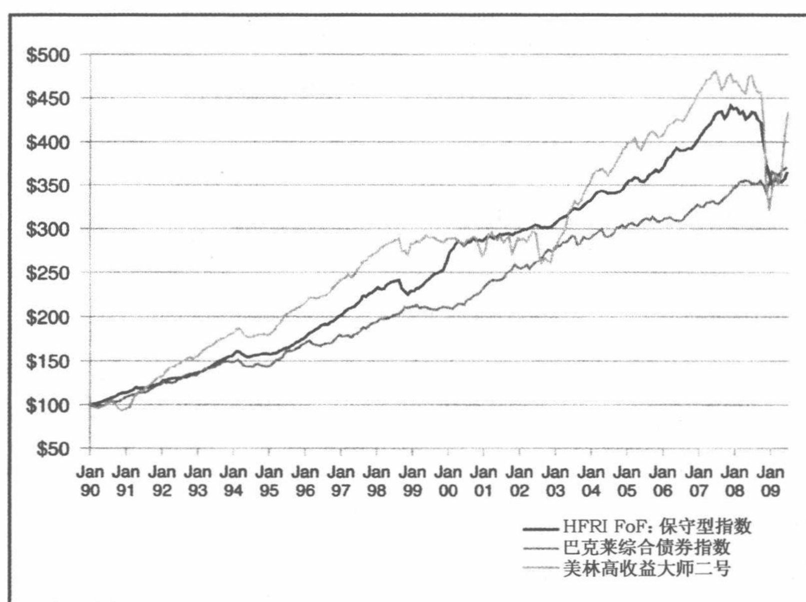
指数以 145.3 美元收尾，而对冲基金组合以 138.32 美元紧随其后。标准普尔 500 的数值更高，达到了 183.4 美元，但它的波动率和起伏度都令人咋舌。如果以 2009 年 3 月为截止日期，标准普尔仅仅比巴克莱综合债券指数和对冲基金组合保守型指数略高一筹。看起来可不值得去捅这个麻烦。

通常在陷入系统性危机时，基金中的基金似乎也陷入最脆弱的时期，当然此时大多数资产种类的价值都在缩水。事实上确实如此，风险资产无处可藏。规避风险这一策略大大失效，当然没有进行风险规避的基金表现可能要更差。在 2008 年的金融危机中，对冲基金的表现就是如此。但是在全球股价都大幅跳水，比如 2000 年的熊市时，基金中的基金的表现似乎更好，这要归功于其资产种类多样性的特征和多元化的投资策略，当然也因为它们对专业对冲基金良好的风险管理。2000～2002 年间，汇丰金融研究院保守型基金中的基金指数（HFRI FoF Conservative Index）年年都有盈利，2000 年的收益率为 18.9%。

牢记可能发生的系统性危机，汇丰金融研究院保守型基金中的基金指数代表了几乎可以替代固定收益投资的这类对冲基金。它们波动率低，风险性也小。图 9.6 概括了自 1990 年 1 月以来基金中的基金指数、巴克莱综合债券指数和美林高收益大师二号基金（Merril High Yield Mater Ⅱ）（一种高收益型债券指数）的发展历史。单就收益来说，2009 年第二季度以前，对冲基金组合指数和高收益型指数的获利基本相等，而在此之后，高收益型指数略胜一筹。而在 2008 年危机以前的整个时期，基金中的基金的表现都优于巴克莱综合债券指数。重要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的是，就这一时期的波动率来说，两者的年化波动率基本相似：基金中的基金为4.07%，巴克莱综合债券指数为3.87%。而高收益型指数的波动率几乎是它们的两倍，达到了8.99%。美林指数经历的亏损从频率和程度而言，都比基金中的基金要大。例如，高收益型指数在2001年9月的亏损率为－6.9%，而此时基金中的基金指数为－0.5%；2001年7月，前者亏损率为－2.6%，而后者为－0.1%。2002年6～7月间，高收益型指数下降了－11.2%，而基金中的基金指数为－1.1%。2008年下半年，美林指数下降了－27.4%，而基金中的基金指数为－19%。



资料来源：HFRI，Barclays Capital，Merrill Lynch。

图 9.6　债券和对冲基金波动率和风险对比

因此，在绝对回报投资组合中，除了债券投资部分，我们还可以加入侧重不同方向、有着不同导向的对冲基金，这其中就包括保守型基金中的基金。但是，我们要对它们在系统性危机中表现出来的脆弱性引起重视（尽管股票在此时更容易遭受损失）。对于一些投资者来说，他们无法接受这种潜在的风险，那么他们只能将固定收益投资组合作为唯一的绝对回报投资策略。但是，在大多数市场中，对冲基金都是绝对回报策略中让人无法割舍的一部分。正如我们在2000年和2008年的熊市中所经历的，尽管没有大获全胜，对冲基金也能够在尽可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

控制风险的情况下创造出同股票投资一样的收益。

“绝对回报”共同基金

对冲基金的成功和投资者想要寻求股票之外其他投资方式的热情，引发了另一种新的投资方式——共同基金。它遵循对冲基金的策略，设定收益率目标进行投资。这些共同基金也称为绝对回报，尽管它们的收益也不是绝对的，但它们区别于以市场基准为导向的投资方式。2008 年，这些共同基金的平均亏损率为 11.7%。[1]

对冲基金总体上不能被称为绝对回报。它们在多边的市场环境中寻求可观的收益，抓住有利的市场机会获取最大利益。为了达到这一目标，对冲基金使用了两种传统共同基金所缺少的策略：卖空和杠杆。而它们的投资方式也更加灵活。它们交易频繁，在不同的市场时期，对不同的资产种类都有较高的投资转换或资产重新配置，这其中包含股票、各种质量和各种评级的债券，还有国际股票及其衍生产品。

卖空，包括将价格可能会低于投资组合中长期持有股票的那部分股票卖空。在这种情况下，不管市场是上涨还是下跌，投资组合都会带来收益。如果卖空的股票价格下降，而剩下的股票价格上涨，那么投资组合获利更多。但是相反的情况也可能发生：卖空的那只股票价格上涨，而剩下的价格下跌。这样的话，即使股市整体都上涨，这个投资组合也会亏损。

在对冲基金中，应用杠杆的情况可能会很多，尤其是对固定收益证券来说。杠杆的作用是双向的。如果应用合适，可能会带来几倍的收益额；反之，也会造成相应的一些损失。

杠杆有很多不同的形式。很可能是一种基金用垫头借支(Margin Borrowing)增加交易资本，从银行所借的贷款资金可能比投资资本还要多好几倍，而每次新购进的证券则作为担保抵押。

绝对回报共同基金还声称用现代投资工具进行“积极的风险管理，包括一些衍生产品”。[2] 要想确切知道它们是如何运用这些科技力量的，却不是一件容

---

[1] Barbara Bedway, “Stock Market Returns with No Risk!,” CBSMoneywatch. com, May 28, 2009. http://moneywatch. bnet. com/investing/article/here - come - the - safe - stock - funds/305939/? tag=content;col1.

[2] “Absolute Return Investing,”Putnam Investments, February 2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易的事。它们的产品章程中也没有详细解释其投资策略。正如晨星公司的一名分析员所说:“缺乏透明度也是值得担心的一个方面。”[1]

但有一件事是明摆着的:绝对回报共同基金和基金中的基金一样,有着良好的结构,它们把资产分配到不同的共同基金中,但这些基金都属于同一个大家族。如此一来,它们可以在股票、债券和国际投资等不同资产种类中来回转换。这也是为什么它们号称拥有全球市场不同领域的专家智慧。然而,这些内在的共同基金可能不是那么好。作为一种共同基金,它们可能不能够很好地对冲风险,有悖于对冲基金的核心策略:卖空不同股票。它们对杠杆作用的驾驭或许也没有对冲基金那么有力。

因此,绝对回报共同基金在许多方面都不同于基金中的基金。基金中的基金只投资属于第三方的专业策略对冲基金,最好是只有对冲基金经理能发现的基金。这些专业对冲基金就是“对冲”的基金,也就是说,其承担一定的管理风险,保护潜在资产的下行风险。如果风险到了无法管控的程度,共同基金就会置于其他资产的风险之下,或许是它们自己都不知道的风险。

绝对回报共同基金希望在市场下跌的情况下选择不同的资产投资种类来避免风险,而不是通过对冲交易的方法。但是尽管它们的愿望是美好的,如果运气不好或操作技能拙劣,或过多控制风险,都会事与愿违。对于一名投资者来说,将投资转到其他投资种类,比如商品投资或不动产投资,也会暴露于这些投资市场的风险之中,这与在股市投资是一样的道理。而且在上述这些市场中进行投资需要的技巧,与股市投资技巧有着很大的差别。

采取了这些策略后,绝对回报共同基金也没有能够很好地抵御股市的风险,只是这些风险被转移到了其他投资市场和基金经理的交易策略上。如何平衡和减少这些绝对回报基金投资组合的波动率,在很大程度上取决于基金经理的交易技巧和经验。

对冲基金经理的背景往往不同于传统上只做长仓交易的证券组合经理。后者更善于对公司和公司股票进行分析,而对冲基金经理了解短期交易、风险管理和如何使用杠杆作用。重要的是,他们熟悉卖空操作,在这一点上经验丰富,不像传统的共同基金经理,更倾向于选择可能随市场上涨的股票作为投资。

---

[1] Barbara Bedway.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重要的是，基金中的基金经理在挑选替他们管理对冲基金的经理时也具有专业眼光。而绝对回报共同基金经理是否有如此技艺就不得而知了。另外，正如我们在第八章讨论过的，要挑选能力卓越的基金经理，这本身就不是一件容易的事。所以，绝对回报共同基金组合能否从挑选的这组共同基金上获利，仍然是个未知数。

传统的只做长仓的共同基金让投资者暴露在股市的高风险之下。而绝对回报共同基金让投资者暴露在不同种类的风险之下，比如基金经理的行为带来的风险，也就是我们常说的基金经理风险。除此之外，还有不同资产种类的市场风险。所以，绝对回报共同基金的收益率在很大程度上取决于基金经理的业务能力，即他们操作卖空交易的能力和实行诸如此类的策略的能力，还有在不同市场上导航的能力。例如，某个基金经理如果要投资股票和债券，他当然要了解两者的相关知识；但更重要的是，他需要知道什么时候入市、什么时候退市，并且实时地减少或增加债券投资的比例。而这样伺机而动的投资技巧，往往是传统的共同基金行业中所缺乏的。

2008 年股市崩盘，对冲基金的成功引发了人们对绝对回报共同基金的兴趣，但是人们同样关心它的后续表现、它的复杂性和它能否履行所做的承诺。然而，作为基金的组合，我们很难跟踪分析共同基金的长期表现。不同于对冲基金，共同基金很难被归于某一类。例如，纽约利珀有限公司是一家为共同基金评级排名的金融咨询公司，它列出了 30 只被称为绝对回报的基金，但同时它还列出了中性市场基金、全球收入基金和其他基金。[1] 晨星公司也没有将绝对回报共同基金组合单独列为一类，尽管其公司的 15 只基金组合的名字中都包含“绝对”二字。[2]

绝对回报共同基金的发展时间并不长，甚至连 5 年的历史记录也没有。根据晨星公司的数据，它们在 3 年内的平均年化收益为 4.14%。[3] 而与之形成对比的是，对冲基金已经有近半个世纪的发展历史，其间产生了许多如乔治·索罗斯(George Soros)一样著名的基金经理。对冲基金行业也有条不紊地搜集、整理了近 20 年的基金数据，而汇丰金融研究院也记录了自 1990 年以来对冲基金

---

〔1〕 Jeff Benjamin, “Absolute-Return Trend Inspires Both Optimism and Caution,” *Investment News*, June 24, 2009.

〔2〕 Barbara Bedway.

〔3〕 Barbara Bedway.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数的数据。其他指数发表方也根据类似的方法和组成结构记录这些数据。

标准普尔最近一项报告指明，欧洲的绝对回报基金没有什么显著特征。截至 2009 年 2 月的 12 个月中，他们追踪研究了 21 只基金，没有一只完成了基金经理所提出的基于市场基准的收益目标，也就是高于伦敦银行同业拆借利率(London Interbank Offered Rate)。[1] 要知道，这些基金中有 3/4 还是投资于债券的！[2] 同时，根据战略眼光共同基金研究中心和纽约咨询集团公司(Strategic Insight Mutual Fund Research and Consulting Group LLC in New York)，因为误导性的承诺、不良的预期管理和令人失望的表现，在 2007 年和 2008 年，这些共同基金资产净赎回额度为 1 000 亿美元，还出现了几起清算事件。[3]

晨星公司芝加哥执行总监唐・菲利普(Don Phillips)这样总结道："绝对回报策略中的一些因素同基金行业以前用过的花招类似，但是，现在再想使用这些技巧要好好动动脑子，会遇到很多限制。如果我们能克服这些障碍，绝对回报策略就可以改变整个基金行业。"[4]

绝对回报的机会性收益

绝对回报不是有关成长股还是价值股的对比策略，而是一种投资策略、一个目标；也是制定资产配置的策略，是创建投资组合的基础。我们希望避免市场风险，将风险最小化。我们想要将这些风险置于可控范围内，而不是抱着机会主义的态度听之任之。同时，我们希望能够减少周期收益的波动率。因为我们有现金需求，可能需要进行取现操作，遵循可预见的模式，我们希望所依赖的资金来源也遵循相似的可预见的模式。尽管我们需要参考各种指数，但不要把我们的基金收益与某些指数的收益作对比。从某种程度上说，有些指数的真实性也值得怀疑。它们不包括我们需要支付的共同基金服务费，它们的组成结构也可能与我们的投资组合不同，比如根据市场资本价值来决定投资比重的标准普尔 500 指数。在市场总值上涨时，我们或许更倾向于减少股票投资份额，因为我们

---

[1] Conrad de Aenlle, "Investing: Absolute-Return Funds: Are They Worth the Trouble?," *The New York Times*, June 29, 2007.

[2] Jeff Benjamin.

[3] Jeff Benjamin.

[4] Jeff Benjamin.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想要从已经上涨的股票价格中获取收益。这样一来，我们为什么还要把自己的投资和上述指数作比较？

在生意场上，我们力争以最小的成本获取最大的利润。同时，我们寻求机会、谨慎投资，在生意途中抓住机会积累财富、扩大生意。而当经济形势不利时，我们暂停扩张计划，在开支、资产折现和有关未来发展的决策上三思而行。因此，绝对回报投资也可以让我们接受机会性风险的挑战，谨慎投资风险资产。但是，只要将可能的损失风险控制在我们能够接受的范围之内，就不会影响我们的生活方式。所以绝对回报不是不去冒险，而是将风险控制在我们可承受的范围内，并且潜在收益至少要等同于潜在风险。重要的是，我们不希望这些风险损害未来的财政状况。

我们的目标和《伊索寓言》里的那只兔子的目标不同，不是捕捉沿途的每一道风景。我们希望经历最少的磨难，最终到达目的地。

因此，我们所说的绝对回报投资组合主要包括固定收益投资方式，目的是为了方便折现、获取稳定收入和保存资本。而高质量债券的优势在于，我们能在预期内拿回投资本金。正如债券交易员经常挂在嘴边的这句话："债券是成熟投资，而股票可不是。"

根据个人情况，我们权衡资金状况，投资对冲基金，提高收益，不受股市波动率的影响。但与此同时，我们也要清楚地认识到，对冲基金在抵御系统性危机时会变得脆弱不堪。在第十章中，我们将会更加具体地讨论对冲基金用到的不同策略，提供能够提高投资收益的更多途径。

如果我们能够拿出一部分资本，并且承担这部分资本在一定范围内的亏损，那么股票和其他风险较高的投资方式是很好的备选项。也就是说，我们无须考虑它们将来的回报有多高，如果我们需要用钱，可以随时取出所得盈利；反之，如果盈利前景惨淡、收益平平，我们可以视而不见。最重要的是，我们不需要在投资后再顾虑亏损的风险。第十一章就着眼于这些投资方式。

图 9.7 展现了在假定所需的财务灵活性中，绝对回报投资组合的分界范围。如图所示，这三个组成部分有各自的收益和风险情况。固定收益部分占 40%，当然，为了确保折现能力和收入来源，在需要时这部分投资比例能够提高到 100%。如果去除这一限制，投资对冲基金的比例提高到 50%，很可能会损害绝对回报投资组合，面临更高风险。如果想对这部分内容有更深入的了解，可以参

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看我的另外一本有关对冲基金的书——《对冲基金表现评价》(*Evaluating Hedge Fund Performance*)。机会性风险的投资比例应该控制在20%以内,当然这个数字也可以随着投资者的承受能力变动。为了能够抓住机会提高收益,而不是提高机会性风险的投资分配,我们还有更好的选择:在可操作的情况下,调整对冲基金的组成,加入更多种对冲基金,力争在收益最大化的同时也用积极的对冲策略减少下行风险。机会性风险可以包括传统的股票、新兴市场股票,还有一些非传统投资方式。它们的回报或许很可观,但是风险也同样大,而且难以掌控。

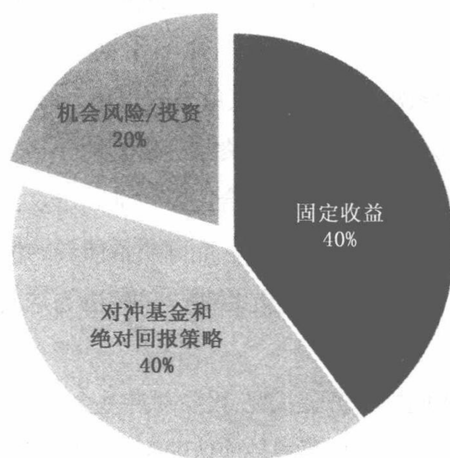


图 9.7　绝对回报投资组合的分界范围

第十章更细致地讨论了在这些分界范围下,绝对回报投资组合的潜在收益和风险情况。

在这些分界范围下,绝对回报投资组合的目标就是利用固定收益、对冲基金和其他机会性风险投资中的机会,伺机获利。它们不会对损失的风险置之不理、不顾市场的变数,也不会不控制风险就全盘考虑只做长仓交易的传统型股票。对于对冲基金而言,最佳、中等和最差基金经理之间差别巨大,这直接导致各基金收益差别巨大。因此在选择基金经理时,也会面临选不到好经理的风险(要知道,麦道夫只是众多投资骗子中的一员)。然而,对基金策略经常性和客观的评估再加上勤奋思考,这些能够增加我们选到好基金经理的机会,帮助我们增加收益、降低风险。而这两者都是实现绝对回报目标、超出同辈表现的重要方面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们已经讨论了风险对最终财富的破坏性影响，而我们退休之后正是依靠这笔最终财富颐养天年，延续理想的生活方式。我们也讨论了绝对回报对财富的有力影响。除此之外，我们还提到了绝对回报的策略，也展示了绝对回报投资的组成部分和受到的限制。在下一章，我们会分析绝对回报投资中的一个重要组成部分，即用对冲基金产生阿尔法值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章　绝对回报和阿尔法

1966年,《财富》杂志的记者写了一篇文章,介绍“投资者眼中最佳职业经理人”、“一位沉默、很少拍照的人”——阿尔弗雷德·琼斯(Alfred Jones),并将同他的投资合作关系称为对冲基金。[1] 兼具编辑和作家身份的卡罗尔·琼格·卢米斯(Carol Junge Loomis)在《财富》杂志工作了50多年,被《纽约邮报》称为“财经新闻的传奇”,他引用琼斯的投资记录,并解释了他的策略,说明为什么卖空和杠杆效应可用作“保守战略”。

1949年,琼斯用100 000美元的资本成立了普通合伙企业,他的投资组合既可通过股票卖空来“对冲”,以降低市场下滑带来的灭失风险,又能使用借入资本来实现“杠杆作用”,增加回报。

根据卢米斯的理论,第一年,琼斯的合伙企业赚了17.3%,“但这仅仅是一个预兆”。琼斯的对冲基金取得了巨大的成功。直到1965年5月,5年里琼斯赚了325%,战胜了富达趋势基金的收入(225%),而由蔡志勇管理的上述基金在这些年里比任何共同基金都要好。这要感谢1962年的市场回升,使蔡志勇产生了重大损失,从而造就了琼斯的成功。那一年,琼斯也经历了损失,因为他对市场方向判断失误,而未补抛空差额还不足以使其获利。然而,对冲基金运作良

[1] Carol J. Loomis, “The Joneses Nobody Keeps Up With,” *Fortune*, April 1966.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好,使损失额较小。自 1965 年 5 月起的 10 年内,琼斯的收益是 670%,几乎是德瑞福斯基金(358%)的两倍,而该基金则是当时共同基金的"领头羊"。

阿尔法投资

琼斯是如何做到的?通过结合卖空和杠杆效应,从而降低了市场风险。这听起来像是不合逻辑的推论,因为在进一步审查中,当今许多对冲基金都因为相同的行为(也许并不是完全相同的事)而陷入困境。就如卢米斯的解释一样,假设你拥有 100 000 美元的资本,并且能再借到 50 000 美元。琼斯的策略是,将其中 110 000 美元投入他喜欢的股票,并且卖空他认为高估的 40 000 美元股票。因此,琼斯能将其市场风险从 100 000 美元降为 70 000 美元。

从当今投资来看,贝塔值或市场风险暴露只有 0.7,但琼斯却能产生较大的阿尔法值,也就是市场(根据贝塔值调整)之上的超额收益。在琼斯的这种情况之下,通过卖空和杠杆效应产生阿尔法值,这是他最擅长的。这就是为什么阿尔法值在当今仍然被称为"管理"天才的原因。

卢米斯的文章发表后,对冲基金出现在大街小巷。"几乎一夜之间就出现了大量对冲基金的未来经理人,他们大部分人都相信琼斯发现了太平盛世。一些当时投入基金的人现在承认,他们将关于琼斯的文章作为说明书,为他们的业务铺平了道路,这篇文章向投资者们解释和销售对冲基金的概念。"[1]4 年内,《财富》估算 150 家合伙企业试着模仿琼斯的成功,包括乔治·索罗斯的量子基金。[2]

"裸泳"

随后在 1969 年,这个新兴产业遭遇了麻烦。从 1968 年 12 月开始,道琼斯平均指数暴跌了 1 年半。它在 1970 年跌入谷底,届时道琼斯平均指数损失了 36%。这使多数对冲基金产生了麻烦。新的对冲基金始于普通市场上涨之初,"对结果的热衷席卷了整个投资世界……",经理人"……对他们赚钱的能力过于

[1] Carol J. Loomis, "Hard Times Come to the Hedge Funds," *Fortune*, January 1970. http://www.xcv.org/misc/HardTimesForHedgeFunds.html.
[2] Carol J. Loomis, "Hard Times Come to the Hedge Funds," *Fortune*, January 1970. http://www.xcv.org/misc/HardTimesForHedgeFunds.html.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自信”。[1] 许多人认为琼斯的杠杆模型能增加多头市场中的回报，但是他们觉得卖空并不吸引人，而且也很难执行。因此他们采用了杠杆效应，却一直在“裸泳”，根本没有或几乎没有未补抛空差额可以保护他们。甚至连琼斯也不知道他的卖空理论是不是真的会误导人，同时承担全部的市场风险会不会更明智。[2] 琼斯对套头交易的再次考量使其在 1969 年损失惨重，连同他的大部分对冲基金也一起遭殃；历时最久的公共对冲基金损失了 47%，这也许是最惨重的一次损失。一些经理人甚至开始质疑套头交易的概念。两家对冲基金和一家大型投资咨询公司的经理人说：“作为一种概念，我们显然高估了套头交易……经历过卖空血的教训以后，我们不再相信套头交易了。”[3]

但是，该行业还是幸存下来了，尽管它们的影响力有所减弱。根据 1970 年底的估算，28 家大型对冲基金眼睁睁看着它们的管理资产额下跌了 70%。[4] 在接下来的 10 年内，该行业显得默默无闻，然而在 20 世纪 80 年代早期又恢复了增长，而且随着股票牛市和全球金融的自由化，增长不断加快。许多新基金开始进行跨资产类别和跨国界交易，它们不仅仅受限于琼斯的股票，同时还利用了股票、债券和货币的全球变化。它们还采用金融衍生工具、场外交易市场、期货和期权作为对冲工具，而不仅仅是股票的卖空。有名的对冲基金包括乔治・索罗斯管理的量子基金、朱利安・罗伯逊的老虎基金及其隔岸的姐妹美洲豹基金。后来几年，即将出名的全球宏观基金逐步演变成了对冲基金行业的主要参与者。1990 年，对冲基金研究公司报道称，对冲基金管理下的资产额上升到 390 亿美元，估计有 610 只基金在上涨。[5] 此后，长期资本管理公司于 1998 年惨遭失败，但它并没有阻挡对冲基金的上涨，而这个坏消息在亚洲危机中也没有影响乔治・索罗斯的地位和其他对冲基金，且针对泰铢的货币也安然无恙。马来西亚总理马哈蒂尔将索罗斯称为“凶猛的投机者”。他沉痛地说道：“我们努力了

---

[1] Carol J. Loomis, “Hard Times Come to the Hedge Funds,” *Fortune*, January 1970. http://www.xcv.org/misc/HardTimesForHedgeFunds.html.

[2] Carol J. Loomis, “Hard Times Come to the Hedge Funds,” *Fortune*, January 1970. http://www.xcv.org/misc/HardTimesForHedgeFunds.html.

[3] Carol J. Loomis, “Hard Times Come to the Hedge Funds,” *Fortune*, January 1970. http://www.xcv.org/misc/HardTimesForHedgeFunds.html.

[4] Barry Eichengreen and Donald Mathieson, “Hedge Funds: What Do We Really Know?,” International Monetary Fund, ISBN 1-55775-849-2, September 1999. http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues19/.

[5] Data provided courtesy of Hedge Fund Research, Inc.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

30～40年才创建了(我们的)经济，而此时出现了一个持有几十亿美元的人，他在两周内就摧毁了我们的工作。"[1]10 年后，对冲基金资产上升为 5 000 亿美元，涉及 3 900 只基金。[2]

熊市的检验

自 2000 年的熊市以来，该行业继续上涨。在几个月的市场下跌后，精明的投资者在科技股泡沫中发现，许多对冲基金产生了可观的回报——有时甚至为20%～30%或者更高。更明显地来说，作为一个团体，对冲基金经历了市场低迷，产生了可观的收益。HFRI 基金权重综合指数显示，2000 年的收益为4.98%，而 2001 年的收益为 4.62%。2002 年，其损失了－1.45%，而标准普尔500 指数则损失了－22.1%。HFRI 股票型对冲指数包括长期/短期股票基金，其在 2000 年和 2001 年都有所获益，而在 2002 年损失了－4.71%。其他指标包括细分市场中的市场中性和多样化基金(HFRI 市场中性基金、相对值和多策略基金)，在 3 年中均有所获益。20 世纪 90 年代和 2000 年的市场下降期间，HFRI 综合指数、标准普尔 500 指数和巴克莱综合债券指数均获益，这为对冲基金的迅速增长提供了动力(见图 10.1)。

完整的市场周期

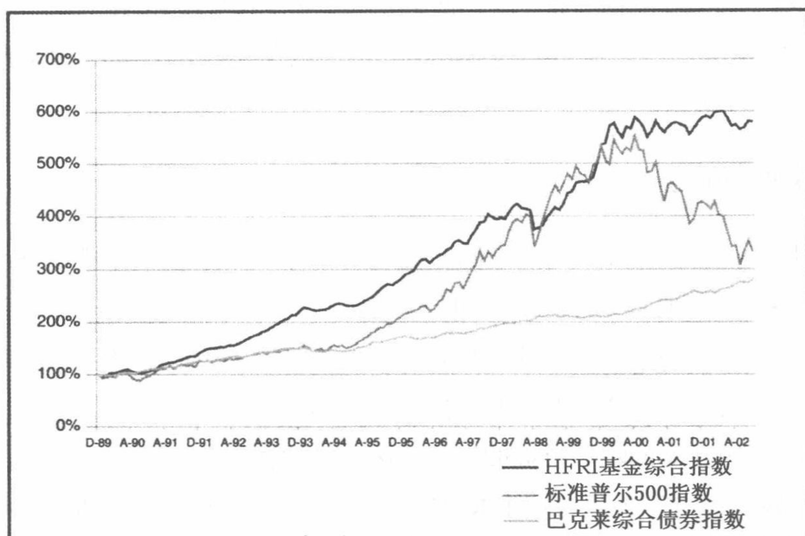
2000 年的熊市退去后，对冲基金进入了另一个周期，增长更为迅猛，管理资产额突飞猛进。根据对冲基金研究公司的报道，到 2008 年第二季度，对冲基金的资产达到了 1.9 万亿美元。这个行业花了半个世纪使其资产增加到 0.5 万亿美元，却用了不到 8 年的时间将资产翻了 4 倍。它们的投资效益也满足了投资者的期望：股票市场下跌时产生了可观的收益，而在股票市场上涨之际，其也能赶上股权收益。从 2003 年到 2007 年的 5 年间，HFRI 综合指数收益总额达到75.7%，而标准普尔 500 指数产生了 87.7%的收益。但是从 2000 年起的整个市场周期来看，对冲基金的表现更具说服力(见图 10.2)。

2000 年和 2008 年的股市崩溃对股票来说是毁灭性的，股票市场在 2003～2007 年之间的恢复几乎是微不足道的。长期坚守在股票市场的投资者就算再

---

[1] "Malaysia's Misdiagnosis," *The Economist*, July 31, 1997.
[2] Data provided courtesy of Hedge Fund Research, Inc.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：Standard & Poor's, HFRI, Barclays Capital。

图 10.1　对冲基金与股票和债券的对比：1990～2002 年



资料来源：Standard & Poor's, HFRI, Barclays Capital。

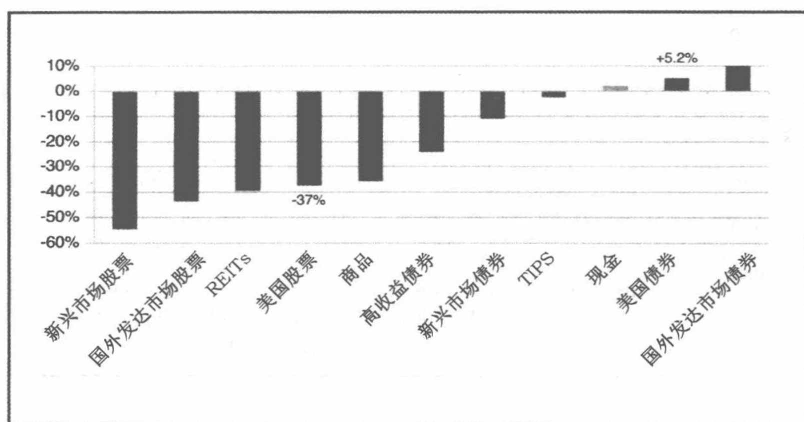
图 10.2　对冲基金与股票和债券的对比：2000～2009 年

有耐心也是徒劳。同时，冒险投资对冲基金的投资者享受了 10 年之久的稳定收益。（而债券投资者通过削减配给券并远离游戏和娱乐，也得到了稳定的收益。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球股市崩溃的挑战

全球市场在2008年碰壁后，超越了风险范围的资产价格大跌。尽管起源于美国的房市，全球的资产价格，从股票到债券、商品和能源，仍然严重下跌。唯一的例外就是避险资产，如美元、现金和发达国家的政府债券。当通胀恐慌席卷全球之后，就算财政部通胀保护债券也无法抵制住这种下跌(详见图10.3)。受打击最大的就是新兴市场的股票(以MSCI新兴市场指数为代表)，其在当年损失了－54.5%；之后，发达市场股票损失了－45.1%(MSCI欧澳远东指数)。



资料来源：MSCI, Dow Jones, Standard & Poor's, Jefferies, Merrill Lynch, MS/Smith Barney, Barclays Capital。

图10.3 资产收益率:2008年

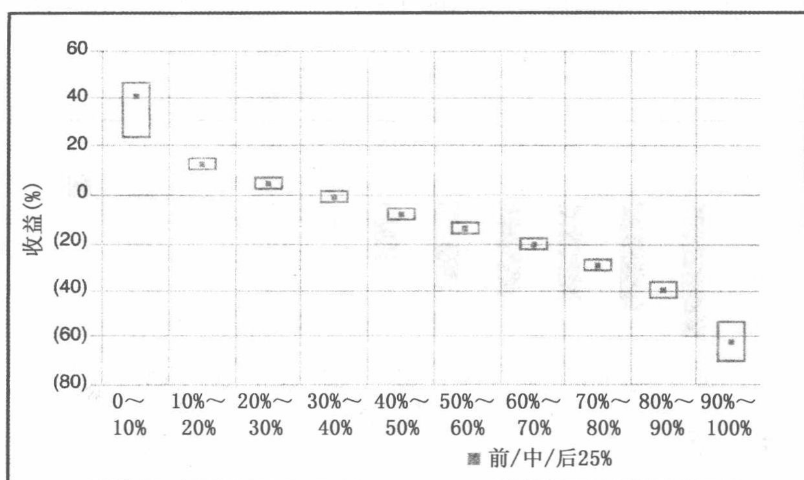
房地产投资信托基金(道琼斯REIT指数)、美国股票(标准普尔500指数)以及商品(路透社/杰弗里斯CRB指数)产生了类似的损失，分别为－38.1%、－37%和－36.1%。垃圾债券("美林高收益大师二号")同样也有所下跌，损失了－26.4%。然而，随着安全投资转移和世界各国央行急剧地降低利率，美国和国外发达市场的债券均形势转好。

在此次动乱中，对冲基金无法躲避旋风式的惨重损失。2008年，HFRI综合指数损失了－19.03%，创下了从6月到11月持续6个月的连败纪录，这在其历史上是空前的。众多策略都遭受了损失，包括市场中性股票基金，其在当年下降了－5.92%。不出所料，卖空型投资者获得了28.41%的收益。全球宏观基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为一个整体，也获得了4.83%的收益。

很明显，对冲基金回报的分散性很高。尽管底部10%的基金平均损失了−62%，而前10%基金的平均收益是40%。图10.4描绘了对冲基金间回报的差异，尽管位于中间位置的基金也有着很大的差异。(注意：图10.4中的基金数额只是报道HFRI综合指数的基金数的1/4。)尽管许多对冲基金都经历了凄凉的一年，但一些有名基金的数量始终恒定不变(见表10.1)。



资料来源：HFRI。

10.4　2008年对冲基金回报的分散性

表10.1　　2008年表现优异的对冲基金

基金名称	2008年收益(%)	投资策略	基金总值*(百万美元)
全球骑手	31.3	长期和短期证券	3 863
保尔森加强版	12.5	合并套利	2 535
保尔森优势加	37.8	重大事件主导投资	2 171
战略机会投资	36.5	长期/短期证券	2 161
阿尔蒂斯全球期货投资组合——复合型	51.9	期货管理	1 340
巴莱斯特拉资本伙伴	45.8	全球宏观型	800
支点全球价值	51.9	全球宏观型	754
优能资本全球优选	59.5	全球多元化投资	747

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

基金名称	2008 年收益(%)	投资策略	基金总值*(百万美元)
元素资本管理大师	34.9	全球固定收益	694
奥德特欧洲精选	58.9	长期/短期证券	580

* 2009 年 2 月数据。

资料来源：Barron's Hedge Fund Rankings 2009。

2008 年的危机和对冲基金突出了对冲基金行业几十年来的巨大改变。许多基金超越了股票和债券，在不拥有基础资产的前提下对能源、商品及其派生物进行交易。它们仍然通过卖空来保护自己的资产组合，并从市场逆转中获利，同时通过杠杆效应增加收益。但是，这些策略远远超出了降低市场风险的目标。可以简单地利用杠杆效应来增加回报——尽管没有或只有很少的未补抛空差额；有时还能增加资本价值。经过不断演变，卖空策略也包括卖空资产类别而保留多头仓位，如资本结构套利中卖空股票而保留债券，或卖空美国国库券而保留其他债券，从而利用收益差异。卖空可以通过派生物进行实施，而这样会增加多头仓位的损失，而不是降低损失，就同信用违约掉期一样。或者双方当事人可对交易进行协商，而其中一方可能无法履行义务，就像雷曼兄弟。

危急时刻，这些证券之间的关系会脱位，而这种证券已经流行了很多年，更不必说随着多年的物价上涨，许多资产的价格已经上升至膨胀水平，之后猛然下跌。因此，对冲就失效了，而杠杆的工作如常，使损失增加。在此之上，对冲基金经理人急于追求回报，以消除竞争，为经理人赚钱，并吸引新的投资者。一家大型对冲基金的创始人和总裁说："我们已经发展为这种枪手文化……所有人看重的都是结果，而风险管理会拖延结果。"[1]这与琼斯时代的 1969 年已经完全不同了。

根据对冲基金研究公司的数据，对冲基金的队伍已经开始膨胀，共有 10 200 多只基金，其中单一策略经理人的数量超过了 7 600 名；剩下的为在特别基金中进行投资的基金中的基金。这些基金大部分陷入了猝不及防的危机，它们损失

---

〔1〕 "Hedge Funds Took a Serious Hit in 2008," Associated Press, January 12, 2009. http://cbs5.com/national/hedge.funds.decline.2.906532.html.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了资产，以关闭业务结束。晨星公司对此进行了分析。[1]

对冲基金管理下的资产额激增后，晨星公司立马在2008年1月建立了评鉴机构。总的来说，它对1 732只基金进行评级，等级范围为1～5星。之后的12个月里，消失了615只基金！晨星公司注意到，对冲基金关闭店铺的原因如下(可能是其中一个原因，也可能是多个原因导致的)：第一，它们的业绩太差，无法留住当前的股东，在可预见的未来也不能吸引新的投资者；第二，它们的业绩太差，就算基金留住了大部分投资者，经理人还是没有信心在未来几年内超越基金的高水位线，因此他们无法赚取业绩报酬；第三，管理者对它们的业绩感到惭愧，羞于让外界看到。[2] 这位分析家同时观察到，晨星公司对一只基金的评级越低，该基金越有可能关闭。另外，策略产生的损失越大，退出的概率也越大。尽管这些观察从直觉上看是合理的，但是数字未必会一直支持它们。比如，卖空型投资者在一年内较为恒定，而晨星公司却报道有83%的退出率；HFRI问题证券损失了25.2%，该数字不大，也不是最坏的，然而晨星公司的数据库却显示退出率为62%。另一方面，HFRI新兴市场指数损失了37.26%，而晨星公司对退出率的预测却仅为27%。[3]

一些关闭的基金业务较广，在行业内的名字响亮(见表10.2)。麦道夫的庞氏骗局也揭露了多个卓越的对冲基金受害者。最大的输家就是格林威治集团的69亿美元哨兵基金。特里蒙特集团的10多只对冲基金工具的损失超过31亿美元。损失了27亿美元后，金格(Kingate)全球基金也加入受害者的行列。[4] 从对冲基金研究公司数据库收集到的数字显示，2008年初到2009年第一季度，共关闭了1 847只基金，使运转中的基金数降为9 050只以上。[5] 此外，关闭的对冲基金数创了历史新高，2009年第一季度的损耗率为8%。管理资产额也在下降。2008年第二季度达到峰值(1.93万亿美元)后，对冲基金资产额在2009

---

[1] Benjamin N. Alpert, "Hedge Funds: Where Did That One-Star Fund Go?," Morningstar, March 23, 2009. http://news.morningstar.com/articlenet/article.aspx?id=284728.

[2] Benjamin N. Alpert, "Hedge Funds: Where Did That One-Star Fund Go?," Morningstar, March 23, 2009. http://news.morningstar.com/articlenet/article.aspx?id=284728.

[3] Cyrus Sanati, "A Look at the Hedge Funds That Closed," Deal Book, March 19, 2009. http://dealbook.blogs.nytimes.com/2009/03/19/a-look-at-the-hedge-funds-that-closed/.

[4] Cyrus Sanati, "A Look at the Hedge Funds That Closed," Deal Book, March 19, 2009. http://dealbook.blogs.nytimes.com/2009/03/19/a-look-at-the-hedge-funds-that-closed/.

[5] "First Quarter Hedge Fund Liquidations Drop by 50 Percent from Record Set in Q4 2008," Hedge Fund Research, Inc., June 16, 2009. http://www.hedgefundresearch.com/pdf/pr_20090616.pdf.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年第二季度末跌到 1.43 万亿美元。[1]

表 10.2　　大型对冲基金的停业

公司名称	基金名称	策略	峰值收入(美元)
格林威治集团	哨兵基金	麦道夫支线基金	6.90
德雷克管理集团	全球投资机会 低波动 绝对回报	宏观/多种方式	4.70
花旗集团	老巷子合伙基金	多种投资策略	4.40
D. B. Zwirn	Zwirn 特别机会基金	多种投资策略	4.00
唐提资本管理公司	唐提资本 唐提合伙人	长期/短期投资	4.00
瑞基金管理公司	瑞基金	商品投资	3.80
高原资本管理公司	十字军 高原信贷	信贷	3.50
佩洛通合伙人公司	佩洛通 ABS 佩洛通多重策略	ABS 多重策略	3.50
特里蒙特集团控股	黑麦投资管理	麦道夫支线基金	3.10
金格管理公司	金格全球基金	麦道夫支线基金	2.00

资料来源:Deal Book。

恢复?

2009 年第二季度,对冲基金的资产额有所增加,上涨了 1 000 亿美元。基金关闭的速率也在下降,是 2008 年第四季度的一半。

投资收益在 2009 年第一季度开始好转,而股票市场仍然持续亏损。第一季度,股票持续下跌,直到 3 月中旬才开始好转。标准普尔 500 指数在此季度损失了 11%,而 HFRI 综合指数获得 0.7%的收益。并不是每个 HFRI 指数在那个季度都有所获利,但是同标准普尔 500 指数相比,它们的损失普遍较小。HFRI 相对价值指数包括市场中性策略,其在那个季度的每个月里都获得了正回报。

许多观察家都没有想到这么快就能回归平稳。有些人甚至担心对冲基金的

[1] "Hedge Fund Industry Assets Surge as Performance Leads Industry Recovery," Hedge Fund Research, Inc., July 21, 2009. http://www.hedgefundresearch.com/pdf/pr_20090721.pdf.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

清算可能达到70%或80%。[1] 城堡投资集团在2008年管理了180亿美元，当时跌到了120亿美元，不过之后表现良好，于2009年1～7月间获得了44%的收益。[2] 因此，它同意释放部分客户的资金，由于2008年旗舰基金损失超过50%，所以它当时决定锁住一些资金。对于投入问题证券的资金，情况有更大的改善，变现能力也较强。投资者放慢了资金赎回的脚步，实际上第二季度产生了入超净额。

绝对回报和阿尔法值

对冲基金能产生收益，且波动性较低，可与传统的长仓股票竞争；也就是说，对冲基金可形成阿尔法值——以此提高股票及债券投资组合的价值。对冲基金在绝对回报投资中发挥了重要作用。

从技术上讲，回报的波动性指收益率不时地变动，这也意味着你的投资在上下波动。对于那些需要提取存款来维持生活的人，较低的波动性很重要。因为你有可能需要在第二个月或第二年拿回资金，所以这笔钱不能消失，而且价值应该有所增加，至少应该保持不变。对于股票类波动性较高的投资而言，个人投资及投资组合的未来价值是不可预测的。

低波动

图10.1和图10.2显示股票的波动性比债券和对冲基金都要高(以标准普尔500指数为例)。在图10.5中，使用标准普尔500指数、巴克莱综合债券指数以及HFRI对冲基金的标准偏差计算波动性。计算分为三个阶段：其中两个阶段是股价上升期(2003～2007年和1990～1999年)；另一个阶段是1990～2009年间的整个HFRI指数历史。已知对冲基金指数在2000～2002年间产生了收益，而在2008年股票下跌时的业绩更好，因此对冲基金在这段时间的波动性较低。实线表示标准普尔500指数在三个阶段内的波动性；该线位于代表对冲基金指数的柱形条的上方。只有新兴市场指数在1990～1999年间经历了高波动

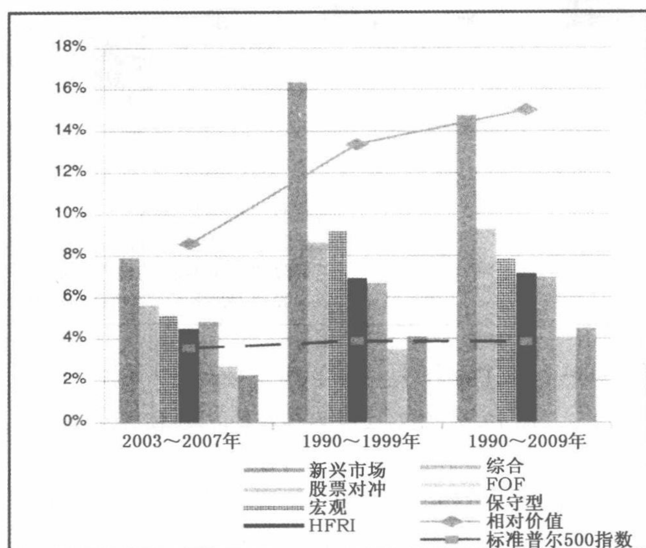
---

[1] View expressed by Barclays Capital strategist Robert McAdie, as quoted in "Hedge Funds Took a Serious Hit in 2008," Associated Press, January 12, 2009. http://cbs5.com/national/hedge.funds.decline.2.906532.html.

[2] "Citadel Lets Some Clients Exit as Funds Thrive,"Reuters, August 4, 2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性。每个部分的最后两个柱形条分别代表 HFRI FoF 保守型指数和相对值指数;虚线代表巴克莱综合债券指数的波动性。这三个指标的波动性都很低;它们在三个阶段内的波动性都低于 4%。



资料来源:Standard & Poor's,HFRI,Barclays Capital。

图 10.5 股票、债券和对冲基金的流动性对比

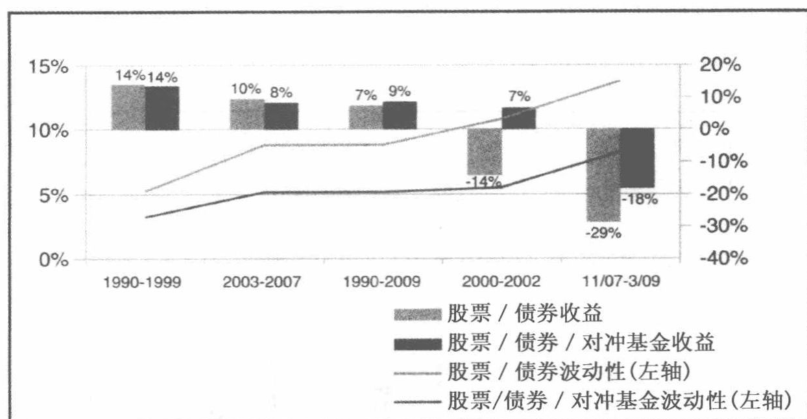
弱相关和投资组合收益

将波动性较低且与股票相关性弱的另一种资产添加到股票和债券投资组合中时,可以降低波动性。如果添加的资产类别与股票的收益类似,那么整个投资组合的收益也会增加。除了波动性较低外,大部分对冲基金策略(指数)都与股票显著弱相关。我们将选用两种对冲基金来描述添加对冲基金给传统的股票/债券投资组合带来的收益。它们分别是股票对冲指数和 FoF 保守型指数。

假设我们的最初投资组合由 60%的股票(标准普尔 500 指数)和 40%的债券(巴克莱综合债券指数)构成。我们修改了股票的分配,使其比例降为 20%,然后添加 40%的对冲基金。因此,我们的投资组合中包括 20%的股票、40%的债券和 40%的对冲基金。这样的分配代表了前一章讨论过的绝对回报投资组合的边界。40%的对冲基金平包括 20%的股票对冲指数和 20%的 FoF 保守型指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 10.6 中概括了两种投资组合的主要特征。



资料来源:Standard & Poor's,HFRI,Barclays Capital。

图 10.6 绝对回报 vs.传统的股票/债券

我们观察了 5 个阶段:1990～1999 年的股票牛市;2003～2007 年的股价上升期;1990～2009 年间的 20 年;2000～2002 年的熊市;2007 年 11 月～2009 年 3 月之间的"大崩盘"时期。从图 10.6 可以清晰地看到,在五个阶段内,股票/债券投资组合(线条所示)的波动性明显大于股票/债券/对冲基金投资组合的波动性。

就收益(柱形条所示)而言,股票/债券/对冲基金投资组合在股价上升的两个时期内与传统的投资组合并驾齐驱;但在 20 年的阶段内,前者的业绩更好。两种投资组合的总收益分别为 400%和 305%,年收益分别为 8.61%和 7.45%。在两个熊市期间,股票/债券/对冲基金投资组合大大超越了传统的投资组合,尤其是在 2000 年和 2002 年。

多元化对冲基金

对于想令对冲基金多元化的投资者而言,最合适的出发点就是大量的对冲基金。这样,你可以立马从丰富的对冲基金中获取多样化,这些对冲基金的类别和资产类型各不相同。HFRI FoF 保守型指数可看作主要类别的多元化投资组合,尽管它并不包括所有子类别。FoF 保守型指数中的基金在目标和投资上都较为保守。因此,它们主要涉及股票市场中性、固定收益套利、可转换套利或其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他市场中性策略。2008 年，无论其风险目标是稳健的还是激进的，FoF 作为一个整体损失惨重。正常时期，FoF 保守型指数的波动性和期望收益都比激进型 FoF 类别低。由于波动性低，投资者在进入对冲基金的陌生领域时感觉较为轻松。

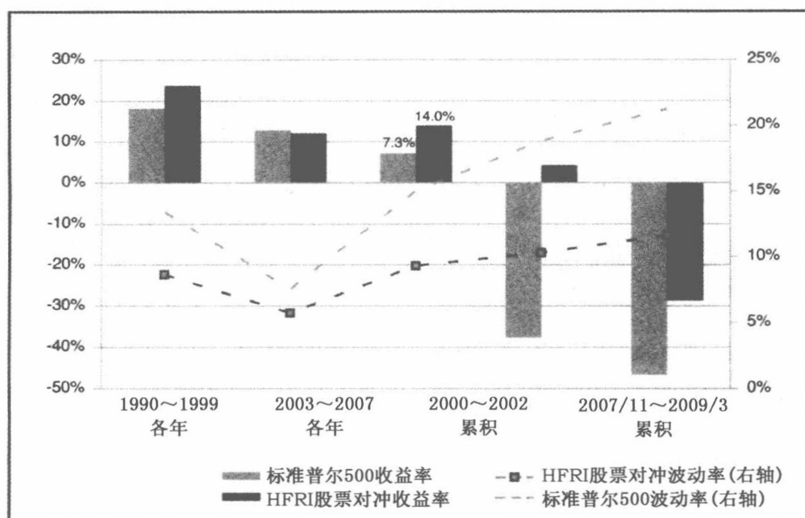
为了使对冲基金(在股票/债券/对冲基金投资组合中)类似于股票，我们可以添加一个股票对冲指数，这种对冲基金类别表面与单纯的股票投资组合类似，都具备“对冲”和“杠杆”元素。然而，根据基金的不同，对冲和杠杆的数量差别也很大。它们会根据地理位置和投资方法的不同而变化；它们可能包含股本衍生工具、股本替代品和混合证券。通常被称为多头/空头股票的任何两种对冲基金，在性质上都可能有所差别。因此必须进行尽职调查和仔细审查，以揭露其风险倾向、它是如何产生收益的以及它是否是股票基金；总之，你必须确定它是否值得购买。

如上文所述，投资组合中的 40%分配给对冲基金，而其中的 20%是股票对冲指数。图 10.7 显示了股票对冲和标准普尔 500 指数在同样 5 个阶段内的波动性。在所有阶段内，股票对冲的波动性均较低。在股市上扬期及熊市中，股票对冲与标准普尔 500 指数并驾齐驱，或比其表现更好。尽管比不上琼斯在全盛时期的业绩，股票对冲指数在投资多头/空头股票对冲基金时显示出了防止跌价风险的潜力，同时也能逐渐增加收益。

超越股票

以大量带有保守倾向和多头/空头股票分配的对冲基金为基础，投资者可以使用其他对冲基金类别来增加收益。对冲基金研究公司将对冲基金分为四类：股票对冲、事件驱动、环球宏观和相对价值。尽管它们有 30 种子类别，列表中无法将其全部包含进去。同样，许多对冲基金在提供“对冲”时，有些对冲基金倾向于在市场上进行定向打赌，伴随着巨大的损失风险，而另外一些对冲基金则被认为是“另类投资”。使用“对冲”的基金一般比定向基金的波动性低(标准偏差低)。作为单独的投资，它们不会为现有的证券投资组合带来递增风险。例如，作为一种“对冲”，多头/空头股票不会比标准普尔 500 指数更具增量风险。另一方面，如果定向基金能产生阿尔法值，且同投资者的现有投资之间的相关性较低，那么它们的确可以增加价值。然而，“另类”对冲基金在产生收益时通常依

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源:Standard & Poor's,HFRI。

图 10.7　标准普尔 vs.股票对冲:收益率和波动率

赖于非流动性,且涉及专业市场利基。

同样,尽管多头/空头股票基金专注于环球股本证券市场,也有一些基金是跨越资产类别进行交易的。我们暂且讨论以下三种基金类别:

- 可转换套利

可转换套利基金可同时在股票和债券中操作。可转换公司债券是付息的固定收益证券,伴有股票元素;它们可以通过预先决定的价格转换成普通股。如果股票运行良好,可转换公司债券就会像股票一样;如果股票的表现不好,可转换公司债券就会变成问题债务。当债券价格低于相关股票的隐含价值时,套利者会购买债券,并且卖空同一公司的股票。当股票/债券关系回归正常后,交易双方均会清偿债务。从历史来看,这些基金的波动性小于多头/空头股票,因为它们的策略对股票市场来说是中性的。2008 年,随着信贷市场暴跌以及政府禁止卖空股票,这种关系瓦解了。因此,这种策略的根基散开了,同时集资成本上涨,保证金要求提高,且客户赎回迫使债券售出。2008 年,HFRI 可转换套利指数下跌严重,损失了−33.7%,仅比新兴市场指数低了一点点。然而,2009 年上半年,信贷市场解冻,情况有较大改善;股票波动性上升,有利于可转换套利,且这部分的参与者很少。2009 年上半年,HFRI 可转换套利指数成为收益最高的策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

● **事件驱动**

所谓的“事件驱动”策略，可同时在股票和债券市场上操作。顾名思义，事件驱动策略就是利用公司经历过重大事件后证券价格发生变动这个机会来获利。一般的事件包括兼并、组合或并购。其他交易类事件包括破产、公司重组、股份回购和分拆。这些事件驱动交易中的有价证券包含普通股和优先股，以及债务证券或认股权证。一些基金可能会利用杠杆手段。经理人可能会使用期权及其变体等派生物对冲市场风险。

专门经营并购套利的基金会同时在涉及并购的公司内买进和卖空；交易中会买进被购公司的股票，并卖出收购者的股票，其目的是为了获取目标公司当时市价与收购方所提供价格之间的差价。卖空收购方的股票可以规避市场风险，同时贸易风险也受到公开交易结果的限制。主要的风险就是交易风险。如果交易无法关闭，就会产生损失。兼并套利基金也会对股权重组进行投资，如分拆、杠杆收购和敌意收购等。

另一种事件驱动策略涉及问题债务。对于这些对冲基金投资的证券，其公司正在经历财务危机，如整改、破产、廉价急售和其他公司重组等。它们可能会买入或卖空这些证券，包括公开交易企业债券、银行债务、普通股、优先股和认股权证等。本策略可归类为“高产”或“孤儿股票”。可利用杠杆操作，一些基金会采用期权或金融期货等市场对冲。

处于财务危机中的公司通常需要一些法律诉讼或重组，以恢复财政活力。它们的证券交易相对于面值来说有很大的折扣，因为很难计算其公平价值，同时缺乏分析师的报道，而且传统投资者在重组期间无法管理他们的法定权益。因此，如果精通法律、公司金融和投资银行业务的对冲基金经理人能够发现潜在价值并为其所用，这些问题证券就能提供可观的利润。典型的策略就是买进问题证券，在整个重组阶段持有这些证券，然后当其恢复到公平价格附近时进行抛售。经理人也可以在公司资本结构内部进行套利，典型的做法是购买优先债务层、卖空普通股，从而通过两者之间的差价获利。

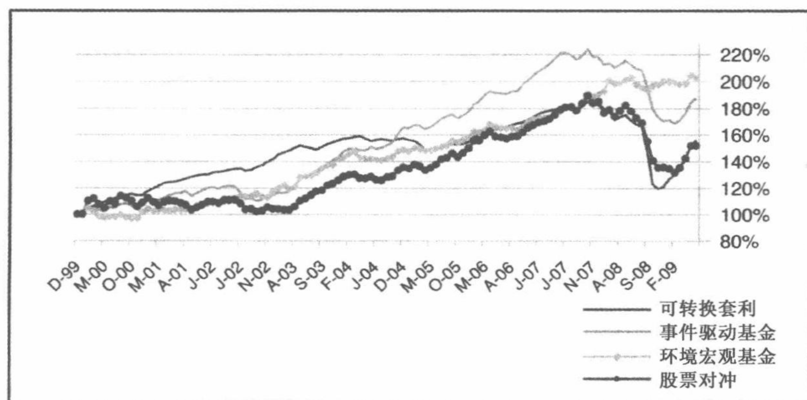
● **环球宏观**

整个世界实际上就是环球宏观基金的大舞台。环球宏观对冲基金在策略上不受任何限制，它们可以买入或卖空股票、债券、货币及相应的衍生物。从发达国家到新兴市场，它们可以跨越国界。它们使用杠杆效率增加收益。不像其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的对冲基金,环球宏观经理人仅依赖于“自顶向下”分析法。他们会预测世界经济、货币贬值、政府变化、政治命运或主要产品供求的全球失衡等。下一章将继续介绍环球宏观基金。

图 10.8 通过适用的 HFRI 指数描述了 2000 年以来这三种策略以及多头/空头股票基金的历史。图中清晰地显示,任何一种策略在不同的市场环境中都会有不同的表现。例如,可转换套利在 2000 年的熊市中表现良好,却从 2008 年开始下跌。事件驱动基金在股票环境上扬的情况下发展迅速,但在当前的危机下却与多头/空头股票一样陷入困境。环球宏观基金在 2008 年股票和债券价格遭受压力时有所上涨,否则它们很难同其他基金区分开来。它们之间的不同表现反映了其策略的不同。



资料来源:HFRI。

图 10.8 四种对冲基金策略收益对比

看到对冲基金积极的一面后,我们还应认识到其纷乱性和风险,而这些在共同基金中是不存在的。

买者自慎

对冲基金不同于共同基金是一种保守的说法;从琼斯的时代到现在,对冲基金已经有了极大的发展。之前也提到过,当今的对冲基金在对冲和杠杆数量、证券类型、地理区域、风险种类、投资策略以及对投资者的条款和条件上迥然相异。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们可能需要编一本书来对其进行详细介绍。我在《对冲基金表现评价》一书中深入探讨了这些问题。然而,对共同基金更为熟悉的投资者必须考虑下述情况。

变现能力

那些习惯于在交易日结束时赎回投资并获取销售收益的投资者可能会惊奇地发现,对冲基金会一直限制投资者的资金,直到它们决定释放为止。在 2008 年的危机中,许多对冲基金,包括城堡等大型基金或其他小型基金,面临着越来越多的损失,且无力清算所持股份,因此投资者无法进行赎回。这种无力清算的情形显然是不受欢迎的。就算在正常时期,投资者也会面临其他的限制条件。最严重的就是,专注于问题债务等流动性较差的证券的基金;多头/空头股票基金通常限制性较低。其中一项限制就是禁售期,这段时间内投资者不能撤回投资。禁售期短则几个季度,长则持续 5 年之久;一般情况下都是 1 年。在对冲基金进行支付前,投资者通常要提前一个季度发送赎回通知。有些通知期可长达 1 年,尽管一些小型基金或经营流动证券的基金所要求的通知期要短得多。因其基本对冲基金的要求,就连基金中的基金也需要赎回通知。另外还存在一个清算门槛,防止所有或大部分投资者在同一时间赎回投资。25%的清算门槛是指最多只能赎回基金总资产的 25%,任何超出的金额都会被悬置。

长期投资者可在常规财务策划的过程中对禁售和赎回要求进行管理。实际上,为满足消费需求,投资者每年有一次机会可以轻松赎回他们在对冲基金中的投资,尽管需要进行预先通知。就这一点而言,对冲基金的低波动性和低灭失风险对投资者来说是有利的。然而,对冲基金并不是首要的清算求助对象。只有在重大资产配置决策中或由于财产规划而进行投资组合清算的情况下,才能考虑对冲基金的清算。一般而言,市场择时并没有取得很大的成功;在对冲基金中,成功更是罕见,甚至连对冲基金的职业经理人也不例外。

透明度

对冲基金是不透明的,就算是对基金会和捐赠基金等精明投资人也一样。单一策略的基金不仅不对其投资人公开手上持有的证券,同时也不会向第三方风险监测人员(被机构投资人雇佣,以评估其对冲基金的投资风险)在保密的基础上揭露任何数据。许多对冲基金的策略难以理解,就算训练有素的专业人员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也无法解读。多头/空头股票和股票市场中立性听起来很熟悉,但实际上也是一个模糊的概念。许多自称为多头/空头的股票,实际上却是以多头为导向的,如200%多头和100%空头的策略。"市场中性"听起来风险较小,但实际上也是风险倾向的——如果策略过于集中,那么将会大祸临头,如期权的记录。计量基金是一个难以理解的"黑匣子",尽管它们有可能取得成功,并获得平稳、较高的收益。这种情况下,大部分投资者都只能依赖经理人的名声和记录。

由于缺乏透明度,因此必须仔细审查和评估对冲基金。简言之,在尽职调查中必须确保所要投资的对冲基金与想象中的一致;也就是说,同营销材料上的描述一致。重要的问题包括对冲基金策略的合法性、清算室的运作,尤其是基金会计和证券定价或者逐日盯市,以及企业组织、经营和实践的可行性及持久性。此外,还要仔细检查基金策略的稳健性和可行性,并对风险进行管理和控制,以便于投资者了解其未来的收益情况。尽职调查还必须涉及潜在的舞弊现象。

费用

对冲基金收取的费用很高。除了1%～2%(有时候会更高)的管理费外,还有20%或更高的利润激励费。基金中的基金收取的管理费较低;如需征收激励费,它们通常会降低或服从门槛收益率。例如,若基金的收益为11%,门槛收益率为3%,那么激励费会在超过门槛收益率8%的基础上计算。然而,基金中的基金收取的费用没有算上对冲基金的费用。

对于习惯低成本指数共同基金的投资者来说,对冲基金收取的高额费用是无法接受的。然而,必须记住,对冲基金指数的收益是"扣除费用后"的收益,但是在评价任何投资时,都必须考虑费用。同样,除了投资管理费外,共同基金可能会征收其他的费用,如开支、负载费用以及提前赎回的12b1费用等。然而,股票指数会在考虑任何费用前发布。

访问和后续评估

对冲基金不像共同基金那样容易访问。它们是禁止做广告的。实际上,只有合格投资者才能投资对冲基金。作为一名合格投资者的主要条件是:总资产不低于100万美元,年收入不低于20万美元。另外,与共同基金相比,它的最低投资要求也很高。许多对冲基金需要100万美元来创建银行资助的基金中的基金,而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单一策略基金的要求可能会低一些,但是仍然需要几十万美元。它们也征收额外的费用;然而,这样的管理也适用于银行和经纪人提供的第三方共同基金。

克服了上述困难后,仍然需要寻找个人对冲基金。过去,对冲基金的数量很少,投资者只能根据个人联系和口头宣传来查找对冲基金。这些做法现今依然很流行,也颇有成效,但有时这样会隐藏阴险的方案。事实上,与已定罪的“庞氏骗局”发起人麦道夫相关的投资者都是“通过请柬”或由“朋友的朋友的朋友”介绍而与其相识的。而我们可能需要用 162 页纸来列举麦道夫的罪状。然而,也有一些商业服务会在其网站上列出对冲基金的名单,并选取相关数据。尽管在这样的信息下,投资者仍然需要对任何潜在的对冲基金进行尽职调查和评估。

选择对冲基金后,请记住对冲基金经理人是在资本市场的约束下进行操作的。尽管他们有能力发现股票和债券细分市场中的异常现象并从中获利,但前提是,必须存在这样的机会让他们利用。当市场利基中的条件有利时,这些对冲基金的经理人会做好赚取超额收益的准备。如果他们冒着附加的风险在众多资本基数中进行杠杆操作,那么超额收益将会非同寻常。在交易活跃的市场突然发生转换时,如 2008 年的危机,这些市场利基也很有可能经历混乱。只有极具天赋的经理人才能应对市场中的转折点。一般的经理人都可能造成负回报,就如对冲基金指数 2008 年的收益所示。激进型的经理人,即那些在市场利基中的机会减少时(如信用利差缩减到历史最低点)会采用额外杠杆操作的人,很可能经受全盘损失。正因为此,HFRI 问题指数在 2008 年陷入困境,造成 25.2%的损失。

在共同基金中,标准普尔 500 指数等市场基准可用来评估经理人的业绩。而在对冲基金中,参考同行的基准,如对冲基金研究公司发布的内容等,不太可能获取与基金业绩相关的原因或动力,不论这些基准的结构是如何完善。对冲基金的收益同很多因素有关,如市场利基和全球市场的情况、杠杆数量、交易方式以及冒险的倾向性等。仅仅通过观察市场或同业指标,很难捕获这些个体差异。另外,对冲基金投资在市场下滑期间仍然能够保证绝对正的收益率。当市场极度不稳定时,不同的管理风格会产生不同的结果。了解这些风格有助于在市场混乱期间判断某些对冲基金的业绩。

我们需要了解,到底是什么对个体投资者来说充满挑战,而事实就隐藏在对冲基金收益的背后。共同基金中只需观察市场基准,与此相比,了解对冲基金需要大量的时间和资源。为填补这一缺口,银行和经纪人开始介入,为特殊的对冲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金提供意见和建议。然而,不管卖家如何承诺,投资者仍然要“谨慎”。

对冲基金的风险

对冲基金也有风险,虽然该指标在历史上获取了很多收益。媒体也透露对冲基金是有风险的。下文将着重介绍几类风险:

- **基金表现差**

尽管许多对冲基金的业绩都很好,但还有很多对冲基金的表现较差。2008年的危机期间,意想不到的损失、基金关闭以及投资者赎回请求的悬置都进一步证实了这一点。如图10.4所示,2008年,顶端基金和底部基金的差异悬殊,所以说对冲基金具有风险一点也不过分。有些大型基金由拥有高级证书的人经营,并受到贝尔斯登等投资银行的赞助,但它们还是倒闭了,这再一次说明我们必须避免不良基金。

- **欺诈**

报纸上到处都是关于对冲基金业的欺诈案例。罪行一般包括经理人背景、投资记录和管理资产额的虚假陈述,以及为吸引投资而对实际情形进行夸张设计。最后的目的都是侵占投资者的资金,用作个人用途和非预期用途。典型的案例就是SEC对阿什伯里资本合伙企业(Ashbury Capital Partners)及其23岁的董事长和投资组合经理马克(Mark Yagalla)提起诉讼,其中马克被控告侵占了从20位投资人手上筹集到的数百亿美元资产,并用作个人用途。[1]

有时候发生欺诈仅仅是因为想隐藏损失,以便吸引新的投资者。加利福尼亚旧金山的迈克尔(Michael T. Higgins)就是典型的例子,SEC在民事和刑事诉讼中起诉他声称1998年取得了54%的收益,但实际上他是亏损的。[2] 要不是投资者惨遭损失,这样的罪行是极其滑稽的。SEC以诈骗罪控告赖安(Ryan J. Fontaine),后者是一位22岁的大学生,与父母住在一起,他声称自己管理着2.5亿美元,13年里平均每年的收益率为39.5%,且在2000年熊市期间的平均收益

---

〔1〕 U.S. Securities and Exchange Commission, *SEC v. Ashbury Capital Partners*, L.P. Litigation Release No. 16770, October 17, 2000.

〔2〕 U.S. Securities and Exchange Commission, *SEC v. Higgins*, Litigation Release No. 17841, November 15, 2002.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率超过 21%。[1]

然而，那些背景毫无瑕疵(至少表明如此)、投资策略可靠的对冲基金经理人也有可能犯欺诈罪。笔架山资产管理公司(Beacon Hill Asset Management)就是一个例子，证券交易委员会控告其在报告中故意伪造投资数据，从而向投资者隐瞒损失。[2] 贝尔斯登倒闭后，SEC 以网络欺诈和证券欺诈罪控诉两只大型对冲基金的经理人，他们投资了大量的次级房贷证券。[3] 这两只基金就是贝尔斯登高级结构信贷策略基金和贝尔斯登高级结构信贷策略强化杠杆基金。根据 SEC，它们的破产“导致投资者损失了将近 18 亿美元”。在这些投诉中，SEC 声称两位经理人“……没有如实陈述基金的恶化情况以及投资者赎回请求的程度，他们想引进新的资金，并防止现有投资者和机构交易方抽走资金。例如，乔菲(高级投资组合经理)谎报了 2007 年 4 月的业绩，没有充分公布估算值——仅仅基于一小部分基金的投资组合——从而反映收益较为平稳。几周后公布的最后申报揭示，4 月份高级结构信贷策略基金实际损失了 5.09%，而贝尔斯登高级结构信贷策略强化杠杆基金则损失了 18.97%”。在同场申诉中，SEC 宣称两位经理人“……谎报了其在次级房贷证券中的投资。月度业绩总结强调每个基金投资组合的直接次贷风险为 6%～8%。然而，基金倒闭后，BSAM(贝尔斯登基金管理公司)的销售人员最终被告知，总的次贷风险(包括直接风险和间接风险)高达 60%”。

不论高回报是否真实，当发现投资结果非同寻常时，投资者必须考察这些回报是怎么产生的。在欺诈案件中，通常声称回报是由一些不明确的投资策略产生的。或者投资策略明确，但是回报高得离谱，就连投资者都会想起一句古话——“好得令人难以置信”。典型的案例就是由全国证券交易商自动报价系统协会(NASDAQ)前任主席麦道夫策划的高达 648 亿美元的“庞氏骗局”欺诈案。

麦道夫声称他采用了一种买—卖期权策略，称为即可转换价差套利。他会

---

[1] U.S. Securities and Exchange Commission, *SEC v. Ryan J. Fontaine and Simpleton Holdings a/k/a Signature Investments Hedge Fund*, Litigation Release No. 17864, November 26, 2002. http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr17864.htm.

[2] *SEC v. Beacon Hill Asset Management, L.L.C.*(November 15, 2002), as described in “Beacon Hill Principals Charged with Fraud, Case Expanded(Infovest21),” Altnews, June 17, 2004.

[3] U.S. Securities and Exchange Commission, “SEC Charges Two former Bear Stearns Hedge Fund Managers with Fraud,” Press Release, Washington DC, June 19, 2008. 这两名经理人最终针对欺诈和其他指控被宣告无罪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购买一篮子股票，以高于买入价的履约价格卖出所买入的期权，同时购买认沽期权作为下行保护——这一切听上去都是合理、合法的。然而，这项策略根本不可能产生他说的收益，即在 1996～2004 年间，每年收益为 10%～12%，其中只有 3 个低迷期，且逐年波动较低。同时，他声称用 130 亿美元做了一笔大买卖，却在期权市场上"无迹可寻"。以上 3 项任务中的任何一项都是不可能完成的，更不用说同时完成这 3 项任务了。然而，那些参与投资的人却都经营着大型对冲基金以及财富管理业务，如格林威治集团、特里蒙特资本、富通银行、瑞士联合私人银行以及许多有名的个体。

本·斯坦是一位演员、作家和投资家，他没有投资给麦道夫，他记录了拜访一家主要投资银行资产管理顾问的经过："他们告诉我，如果我向他们投资一笔钱，他们会交给拥有惊人智慧的货币经理人管理。据他们所说，这位天才从来没有亏损过。他在市场上升期的表现比市场下滑期好；但就算在市场下滑期，他也做得很好。他们说他采用的策略是购买股票，然后用期权对冲。我反驳说，'再好的对冲也没有多少钱好赚，因为你在这里赚的钱会在另一个地方亏掉'。他们向我保证说，这位天才已经找到发现市场失灵的方法，并且通过对冲赚钱。"[1]

《纽约邮报》的头版头条新闻写道："麦道夫的策略好得令人难以置信。"[2]等到人们真正认识到这一点时，已经太晚了！

扩大阿尔法值

尽管对冲基金有上述缺陷，如果投资者想要追求绝对回报，为退休后的生活积累财富，并支持各项生活开支，对冲基金就应该成为投资组合中的一种策略。由于"策略"一词，人们不会把对冲基金与投资联系起来。作为一种策略，它令人们在提到对冲基金时想起"对冲"或者在股票市场衰退时进行自我保护，这就是琼斯的初衷，他希望在市场衰退（如 1929 年的大崩盘）时保护自己的投资组合。就这点而言，长仓策略的每种投资组合都需要对冲基金，因为市场不可能永远上涨，尤其是在 2008 年股市崩溃和经济状况受到影响后，我们对未来很不确定。

---

〔1〕 Ben Stein, "They Told Me That Madoff Never Lost Money," *The New York Times*, December 26, 2008. http://www.nytimes.com/2008/12/28/business/28every.html? _r=4&ref=your-money.

〔2〕 "Madoff's Strategy Was Just Too Good to Be True," *New York Post*, December 13, 2008.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在市场下滑时降低大额损失的概率，不仅能提供资金保护，还可以帮助我们坚持到低迷时期结束。

绝对回报投资组合拥有 40％的对冲基金，这是通过降低股票分配得来的。不过，初期投资的比例不用那么大，我们可以通过小额投资获取经验。所有对冲基金的比例都是逐渐增加的，这样投资者可以直观地了解对冲基金投资，并且更好地适应对冲基金与长仓投资之间的差异。然而，就如我在《对冲基金表现评价》一书中的介绍一样，当对冲基金的比例接近或超过 50％，整个(股票、债券和对冲基金)投资组合的波动性开始随着对冲基金比例的增加而稳步下降，之后将呈现出上升趋势。

对于绝对回报投资组合而言，我们会从对冲基金的稳健型基金开始；但是，对冲基金的比例不能停滞不动。

基金中的基金可提供大量服务，而投资者很难独自实现这些服务。其基本功能是，访问并选择对冲基金经理人，这样就能使投资者变得多元化，甚至有些投资者的投资额很小。良好的基金中的基金应该产生合理的回报，并且能躲开麦道夫等诈骗性经理人以及笔架山的灾祸。管理良好的基金中的基金可以选择业绩好并能产生稳定高收益的对冲基金，同时管理证券组合投资风险，并时常调整资产组合，从而增加价值。

然而，投资者必须清楚 FoF 是如何组织并开展此类功能的。投资者需要分析基金中的基金的资产配置策略和证券投资构成、它们如何选取经理人、所投资金在何时和出于什么原因可以赎回，以及 FoF 具备什么样的基础设施、资源、管理者和员工可以用来执行这些活动。最好 FoF 能在投资前告知经理人的身份。虽然投资记录不能预测未来的收益，但是可以帮助我们审查 FoF 的策略、风险管理及其在过去市场动荡中的业绩。记住：风险不可能消失；风险基金未来会一直处于风险中。精明的投资者应该对 FoF 中异常的投资记录保持警惕，如意外的亏损、经理人的名声不好，或者采用的策略非同寻常等。

除了基金中的基金，对冲基金中还可以加入多头/空头股票，从而在传统的投资组合中模仿股票分配部分，这样可以降低市场风险敞口。同样，可采用转换套利、事件驱动和环球宏观等策略来控制市场环境变动的风险，同时也能利用新的机会。

此外，就前文所述，个人对冲基金的策略和业绩存在巨大的差异，使其收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和风险状况也不尽相同。因此，对冲基金的尽职调查和评估至关重要，有助于选择业绩好的对冲基金，最终为绝对回报投资组合增加价值。

重要的是，对冲基金的多样化可以对绝对回报投资组合进行定位，从而管理和降低总的下滑风险，这是传统的长仓投资共有资金所缺乏的。资本保值策略把固定收益和对冲基金相结合，这样投资者手上便持有必要的资金，足以抵抗市场的变幻无常以及股市崩溃下的毁灭性冲击。在这些条件下，绝对回报投资组合就能探索发生巨额损失的潜在风险，同时有机会获取超额回报。

下一章，我们将继续探讨如何在绝对回报投资组合中伺机赚取机会性利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章　超越传统

“绝对回报”意味着投资中的风险得到管理和控制,但这并不意味着对风险的管控一直都是成功的,没有亏损。全球市场变化无常,股市专家一年四季都在鼓吹股市复苏论,预言新的牛市即将到来,坚定不移地认为股价会持续上涨。这些都会为我们的投资带来风险,而绝对回报意味着我们不会再对风险听之任之,对潜在亏损视若无睹。要知道,如果专家们预测错了,为这个错误买单的是作为投资者的我们而不是专家们。采取绝对回报策略是为了满足我们对流动性和收入的合理需要。我们中的有些人会选择固定收益投资,认为这是唯一可行的投资渠道。而对于其他人来说,将注重风险控制的对冲基金也放入自己的投资组合中,能够在管控下行风险的同时增加财富积累。如果我们还能够拿出一部分资本,并且能够承受这部分资本遭受大幅亏损的可能性(这部分资本就是绝对回报资金组合里的“机会性风险”部分),我们就可以在机会到来时用这部分资本赚取不可思议的收益。无须哀叹美国经济增长乏力,也无须痛惜美国股市前景疲软,我们会在下面为大家描述未来几十年能够让你获得不可思议的巨大收益的投资机会,它们都有一个共同点:我们有可能从中获得更高收益。这些投资可以是流动性证券投资,比如新兴市场股票;它们也相对容易退出,比如商品期货共同基金组合。还有一些是流动性低、需要长期持有的投资,比如私募股权和不动产。总之,我们应该准备好承受更多风险,等待更长时间来获取更多可观收益,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而这一等往往就是在开始一笔投资好几年之后。

新兴市场

长久以来，投资者都能听到这样的建议：在国际市场中，投资要多样化。境外市场曾经一度让投资者硕果累累。

在20世纪80年代，日本市场是很好的投资市场，能够获得非常可观的收益。专做国际股票的共同基金组合也会将一部分投资投入日本市场。即使在1989年的高峰期之后，日本股票也有一定的吸引力。一方面是市场余热未退，人们希望日本股票能持续之前的辉煌；另一方面，像摩根士丹利国际金融公司指数(MSCI)这样广受欢迎的全球股票指数中也含有大量日本股票作为计算参数。要知道，基金经理们的投资组合正是以这些股指为参照。如果低估了日本市场，减少在其中的投资份额，那么投资收益小于市场基准的风险就会加大。

可观的收益

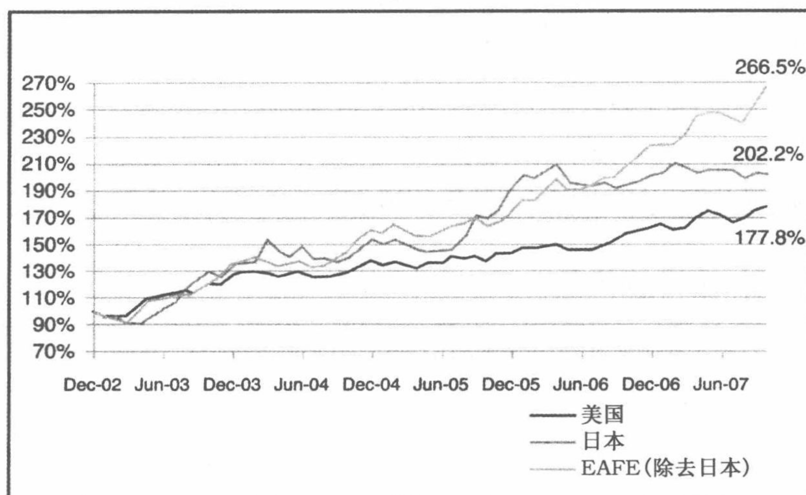
在2003～2007年市场高峰的短短几年中，日经225指数(Nikkei 225)强势回归，日本股市重回熊市的言论甚嚣尘上，赢得了大量笃信者和追随者。尽管对大多数美国人而言，这一时期的日本市场早已失去了往日的光辉和吸引力，而日经指数的表现仍然优于美国股指(详见图11.1)。同时，亚洲和欧洲一些发达国家的股票市场也远远优于美国市场(详见图11.2)。摩根士丹利欧澳远东(MSCI EAFE)指数(日本除外)都超过美国市场50%以上。

与此同时，新兴市场的表现令人惊讶。一边是亚洲四小龙和一些资源丰富国家的经济发展，一边是“金砖国家”的领跑，投资者在新兴市场上的收益甚至大大超过了发达国家的股票投资收益。

MSCI新兴市场(EM)指数包含主要来自亚洲和拉美地区的22个国家。而“金砖国家”则代表了正在兴起的巨大经济体，它们资源丰富、增长迅速，如巴西、俄罗斯、印度和中国。详细内容请参见后文摘录“MSCI新兴市场”。

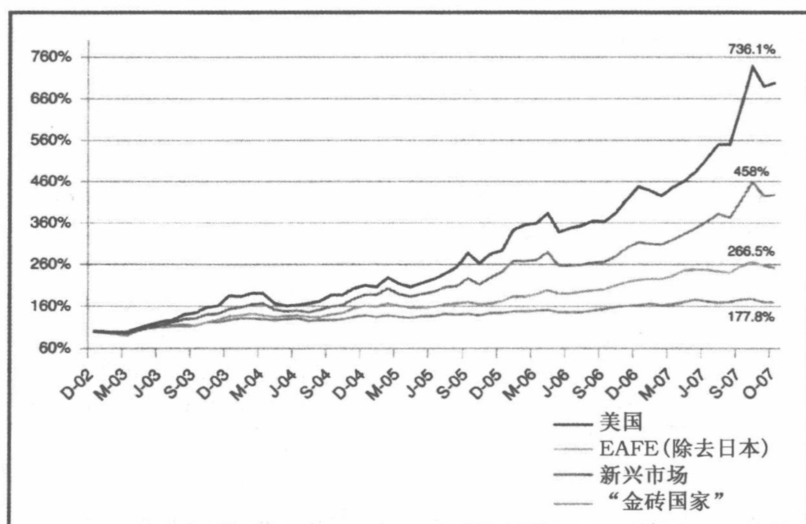
2003年～2007年10月间，美国股市处于复苏期。MSCI美国指数增长了77.8%，而此时欧洲和亚洲(除去日本)发达国家市场增值了166.5%。然而，MSCI新兴市场指数竟然增长了358%。更让人意外的是，“金砖国家”的增长达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源:MSCI Barra。

图 11.1　2003～2007 年间美国和其他发达国家股票收益对比



资料来源:MSCI Barra。

图 11.2　2003～2007 年间发达国家和新兴市场股票收益对比

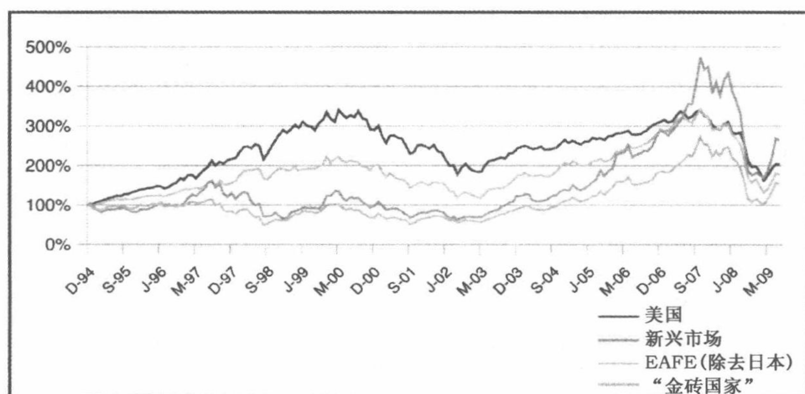
到了 7 倍以上。图 11.2 显示了这些境外市场的良好表现。鉴于上述情况,投资者们的投资组合中出现更多新兴市场的份额就不足为奇了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

MSCI 新兴市场
亚洲：中国、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾、中国台湾、泰国。
欧洲：捷克共和国、匈牙利、波兰、俄罗斯、土耳其。
拉美：巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁。
非洲和中东：埃及、以色列、摩洛哥、南非。

不要一买入就持有

然而从长远来看，在从熊市到牛市的一个市场周期中，MSCI 美国市场、欧亚远东(除去日本)指数、新兴市场和“金砖国家”市场的表现显然更为复杂。如图 11.3 所示，从 1995 年到 2009 年 6 月，欧亚远东(除去日本)中的外国市场和新兴市场指数均略在各大美指之下。如果不是因为 2009 年第二季度的反弹，它们的表现可能更加令人失望。这样一个和谐的画面也会多少掩盖了以下事实：“金砖国家”的市场表现拉高了新兴市场的整体表现。如果没有“金砖国家”，新兴市场是不值得投资者将精力从美国市场中分散出来的。



资料来源：MSCI Barra。

图 11.3　1994～2009 年间美国、发达国家市场和新兴市场股票收益对比

新兴市场兴起于 20 世纪 90 年代，上涨势头强劲。然而，这个势头受到了亚洲金融危机的严重影响。据报道，在这场危机中，以乔治·索罗斯为代表的基金经理因在泰铢上下赌注而大大获益。1998 年俄罗斯卢布持续贬值，直接导致了美国长期资本管理公司经营的对冲基金的损失殆尽，而 2000 年科技股泡沫破裂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

紧随其后，更是雪上加霜。总之，这一时期初始，新兴市场投资前景光明，然而却让人慢慢失望。投资者应该会更满足于美国股票市场，它就像一列高速行驶、难以停下的列车，直到 2000 年。

2001 年经济萧条期结束，新兴市场以火箭般的速度上涨。在过去的 10 年中，以“金砖国家”为首的新兴市场，架构了更加合理的经济体系，也清除掉了亚洲金融危机残留的影响，它们准备迎接新的经济扩张期。引领以下这四个经济体的因素相辅相成。中国和印度急需解决涉及众多人口的口粮问题，发展经济，促进基础建设和工业发展实现现代化。它们对自然资源和能源的需求超出了自身的极限，而俄罗斯和巴西源源不断地向它们供应所需材料。直到现在，这 5 个国家之间的关系还是非常深厚。而印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国和越南这 5 个亚洲国家是东南亚国家联盟的重要组成国，在 2000～2008 年间，这 5 个国家的平均年化增长率为 5.3%，大大超过了发达国家市场，重新彰显了它们的实力。在国际货币基金组织所做的国家地区分类中，这 5 个国家被称为“东盟五国”(ASEAN 5)。

但是，这些新兴经济体表现出来的活力在 2008 年的危机中也没有能够力挽狂澜。2007 年末美国市场刚开始泄气时，这些新兴市场和“金砖国家”立即步其后尘，在短短 3 个月的时间里，资产价值亏损达到 20%。

然而值得我们注意的是，在这场危机中，各主要地区的股市下跌幅度大相径庭。尽管 2009 年 3 月 MSCI 新兴市场指数的亏损比美国股指最低时期还要多，但是其恢复速度更快，也超过了欧亚远东(除去日本)指数的发展速度。

增加收益的多样性

谈到国际市场的投资，“多样性”这个词就不适用了。“不要把鸡蛋都放在一个篮子里”，这个投资者经常听到的建议用在这里反而不合适。如果在国际市场特别是新兴市场上的投资过于多样化，不但不会减少风险，反而大大增加了亏损的风险。我们不需要用数据计算来说明这一点，过往的历史和下文中的图表都可以有力地证明这一点，那就是：这些市场波动性太大。它们受到全球经济整体运行情况的影响，也受到美国市场，尤其是市场下行情况的影响。如果美国市场走低，国际市场情况也会更加恶化，如果你的投资组合中包含国际市场投资，损失无疑会加大。然而，比起与欧洲、大洋洲和远东市场的关系，美国股市与“金砖

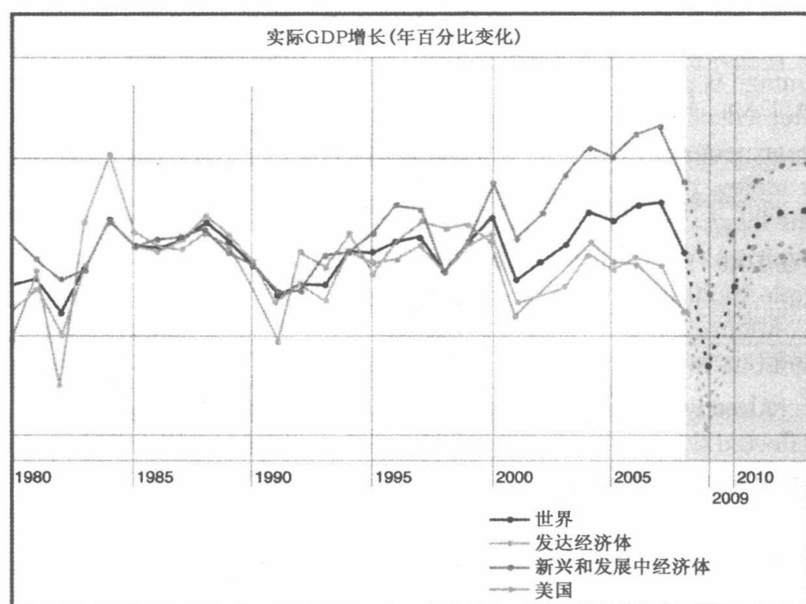
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国家”以及新兴市场的关联性更小。新兴市场是一个获取收益的渠道，不适合长期持有，也不适合用来减少投资组合中的风险，对于那些认识到这一点的投资者来说，新兴市场无疑是具有吸引力的投资。长远来看，尽管未来也阴云密布，新兴市场，尤其是下面将要谈到的“十国集团”巨大的经济增长潜力，让它们成为未来几年能够弥补美国市场惨淡收益的另外一条投资之路。

遵循基本原理

将过去 10 年间美国和其他发达国家的不突出的经济增长态势，与发展势头强劲的新兴市场经济进行对比，选择这种相对投资的模式就不足为奇了。

正如图 11.4 所示，美国经济在 2002 年开始复苏，世界其他地区经济状况也随之开始复苏。但早在这几年前，新兴市场的经济已经开始迅猛增长。即使是



资料来源：IMF World Economic Outlook Database, April 2009。

图 11.4　美国和世界其他经济体的 GDP 增长模式

2001 年的经济萧条，也没能放慢它们经济增长的速度。其中，中国以不可思议的 10%以上的经济增长率名列前茅。而随着 2008 年经济危机的深入，全球经济一片衰退，发达经济体陷入严重的萧条期。发展中国家整体上却得以勉强保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持一定的增长率。据国际货币基金组织估算，2009 年发展中国家整体经济增长率为 1.6%，大大低于 2007 年 8.3%和 2008 年 6.1%的增长速度。然而，中国凭借大规模的经济刺激计划迅速恢复经济状况，预计 2009 年的经济增长率达到 8%左右，虽然较之以前发展步伐放缓，但也非常可观。

机会主义的前景

根据国际货币基金组织的预测[1]，新兴经济体会继续以 6%的速度强势增长，而 2011 年之后，这个数字会更高。欧洲在 2011 年的经济增长率预计只有 1.4%，仅仅是 2006～2007 年间的一半。而直到 2014 年，这个数字才会略增到 2.4%。国际货币基金组织也对美国未来经济做出了预测，2011 年美国经济增长率可能会达到 3.5%；2013 年有望达到 3.64%；而在接下来 2 年左右的时间里会小幅下降，到 2014 年，经济增长率大概在 2.4%。但美国沉重的债务负担不断影响着美国经济增长，要实现上述预期增长率也是难上加难。而在亚洲，国内消费持续增长，政府和外国直接投资不断加大，这些举措都能够支持和帮助亚洲国家保持以往较高的经济增长率。

发达国家和新兴经济体不同的经济增长模式引发了全球 GDP 组成比例的变化。自 20 世纪 80 年代中期以来，美国在全球 GDP 所占比例连年下降；但到 1999 年，美国 GDP 总量还约占全球 30%。正如图 11.5 所示，在 2007 年这一比例下降到 25.2%。国际货币基金组织预测在 2014 年会低至 24%。而除美国外的发达国家的表现可能会更加糟糕。1995 年这些国家的整体 GDP 占全球 GDP 份额为 47%，1999 年为 51%，而到 2014 年，这个比例将是 39%。而发达国家损失的这部分份额正是“金砖国家”增长的部分。它们占全球 GDP 的份额将会达到 20%，几乎是 1999 年 7.4%的 3 倍。其他新兴经济体占全球 GDP 的比例预计也会提高，从 1999 年的 11.5%将会增加到 2011 年的 17%。

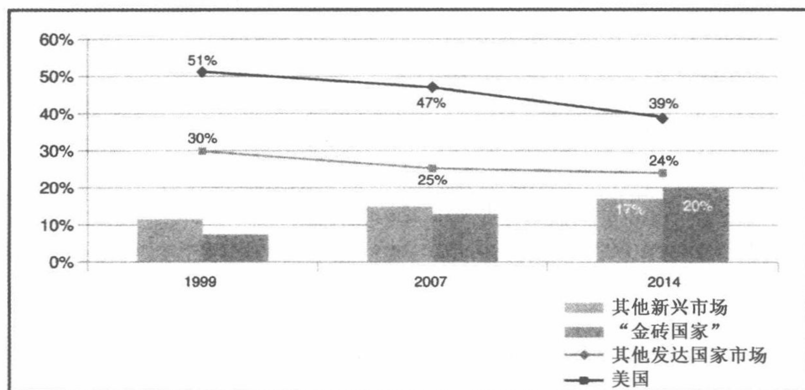
全球股票市场资本化的价值也体现了全球财富结构表中的变化(参见图 11.6)。在 1999～2008 年间，美国、G7 成员国和欧洲地区 16 个国家的股票市场价值逐渐减少，而新兴国家的市场份额从 5.2%增长到 9.5%。而 2008 年开始的市场复苏更加剧了财富变化。到 2009 年 7 月，新兴国家的市场份额增长到

---

[1] “World Economic Outlook Database, April 2009,”International Monetary Fund, http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/weodata/weoselgr.aspx.

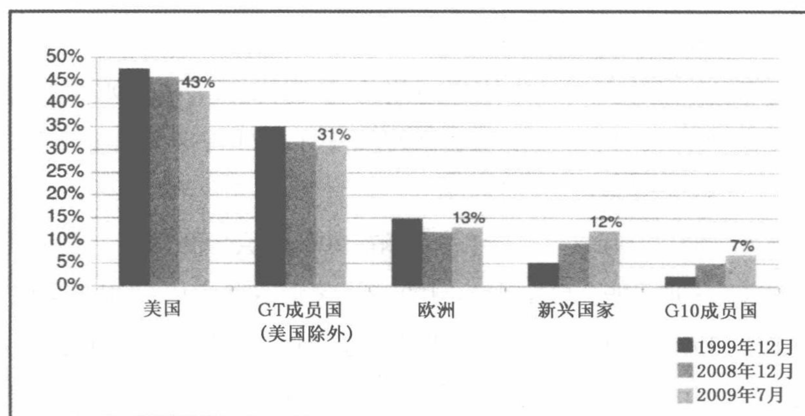
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12.3%。"十国集团"的股票市场份额增长更快，从1999年的2.2%增长到2009年7月的7%。



资料来源：IMF World Economic Outlook Database, April 2009。

图 11.5 全球 GDP 份额



资料来源：MSCI Barra。

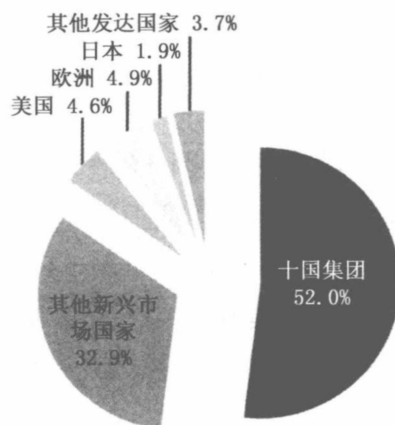
图 11.6 世界各区域股票市场的资本化

集团计划

在经济快速增长的新兴市场中，我们选取10个增长速度最快的国家，称为"十国集团"(G10)。国际货币基金组织预测它们的增长速度会大大超过发达国家市场。这些国家包括"金砖国家"中的4个和5个东盟国家。我们把墨西哥也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

算在其中。墨西哥也是人口大国,人口数量高达 1 亿,但是其增长速度很快,很可能在以后几年超过巴西。除了马来西亚(朝气十足的马来西亚的邻国新加坡也曾经是马来西亚的一部分),G10 的成员国都是人口大国。如图 11.7 所示,G10 人口总数占世界总人口的 52%。尽管这些国家也有着这样或那样的问题,但通过它们的不断努力,这些国家的人民生活水平得到了大幅度提高,政治稳定。政府制定的方针政策推动着经济增长,中产阶级逐渐兴起。如果没有这些国家的参与,世界经济很难发生这样的面貌。如果说它们的经济增长是动力十足的引擎,那么发达国家还在忙着修补它们的经济系统呢!



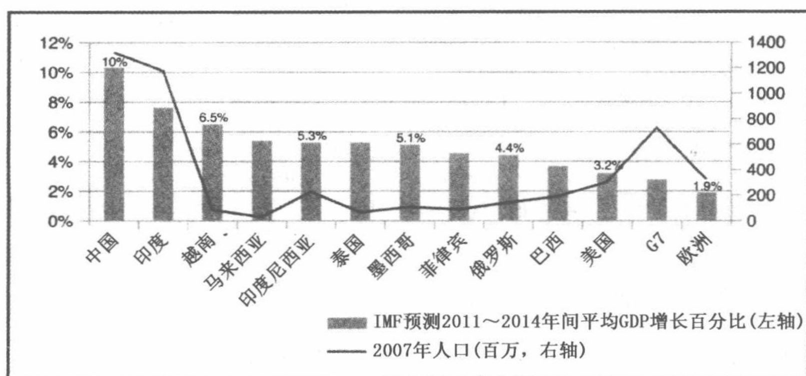
资料来源:IMF World Economic Outlook Database, April 2009。

图 11.7 世界人口分布(2007 年)

如图 11.8 所示,在我们选取的 10 个国家中,国际货币基金组织预测,"金砖国家"中的俄罗斯和巴西在 2010~2014 年间的经济增长率会略低于这些国家的平均水平;而中国、印度和越南一直位于前列,2008 年之前,它们的增长速度极快,在 2009 年,它们的增长速度也比国际货币基金组织预测的速度要快。中国的经济增长率几乎达到 8%,而印度预计为 7%,越南在 6%或以上。

在这份名单中,让人略感意外的是越南。作为一个前沿市场,它从来没有出现在美国投资者的"买入"计划单内。40 年前,美国战舰登陆越南,对这个国家狂轰滥炸。而现在为了两国的友好访问,这些战争设备被送到著名的金兰湾。经受了几十年战争的洗礼和美国持续到 1994 年的贸易限制,越南在 1986 年开始实施经济改革,实行开放的市场经济。很快,很多投资者都把越南看做第二个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源:IMF World Economic Outlook Database, April 2009。

图 11.8 GDP 和人口增长预测

中国,在这里经商成本低,劳动生产率高。在经过法国长达半年的殖民地统治、40 年的战争和多年的经济隔离后,1993 年越南的贫困率为 58%。而到 2006 年,根据世界银行国家主管阿贾·钱伯[1](Ajah Chibber)提供的数据,越南成功将贫困率降低到 16%。根据美国中央情报局出版的《世界概况》(*Factbook*),越南的贫困率在 2007 年下降到 14.8%。按照这样的速度,到 2010 年时,这个数字会在 10%～11%之间。尽管这个原始数据可能不是百分之百准确,但是让我们对比一下,印度 2007 年的贫困率超过 25%;而在美国,这个数据在 12%～17%之间。钱伯还指出,越南的识字率已高达 95%以上,这是取得包容性增长的一个重要因素。而美国中央情报局出版的《世界概况》中显示的越南识字率在 90.3%,同中国 90.9%的识字率持平,而印度的识字率只有 61%。[2]

越南的外币直接投资在近年来一直呈现强劲势头。2008 年共有相当于 640 亿美元的外国资产投资越南[3],而在印度,这个数字为 334 亿美元。[4]

---

〔1〕 "Vietnam Leads the Way in Tackling Poverty,"*VietnamNet Bridge*, February 2, 2008. http://english.vietnamnet.vn/social/2008/02/768857/.

〔2〕 The World Factbook, U.S. Central Intelligence Agency. https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/vm.html.

〔3〕 "Foreign Direct Investment in Vietnam Triples in 2008:Gov't,"*The China Post*, December 27, 2008. http://www.chinapost.com.tw/business/asia/vietnam/2008/12/27/189529/Foreign-direct.htm.

〔4〕 Geethanjali Nataraj,"FDI and Indian Growth:The New Paradigm,"*Far East Forum*, August 2, 2009. http://bx.businessweek.com/indian-economy/view? url = http%3A%2F%2Fwww.eastasiaforum.org%2F2009%2F08%2F02%2Ffdi-and-indian-growth-the-new-paradigm%2F.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越南首都河内的面积几乎扩大了一倍，而在越南其他地区，新城市如雨后春笋般建设发展。越南南部城市西贡改名为现在的胡志明市，人口增长到 1 000 万。2007 年 1 月，越南成为世界贸易组织成员，它将新加坡作为其未来经济增长的榜样和典范。

摒弃战争的影响，越南野心勃勃，要在 2020 年发展成为经济高度工业化的国家。如果越南切实执行这一计划，将会为投资者带来大量商业和投资机会。

新兴市场的投资

在新兴市场投资会带来一定风险，在美国和其他发达国家，你可能根本不会遇到这些风险。除了一般性的市场风险，新兴市场的证券市场还会遇到其他额外风险，如公司基本面信息、信贷状况、利率和货币贬值等风险。这些风险在小国家尤其频繁。当然大经济体也发生过类似风险，如泰国要求总理下台的罢工，或印度人民就国会选择的担忧。在中国，因为失业状况和民族冲突引发的小型抗议，促使政府继续实行经济快速增长的政策，以防小型抗议引发大规模社会暴动。虽然一些风险频繁的国家开始慢慢减少风险因素，但它们同样影响着市场波动。在拉美国家中一直讨论的一个主题就是货币贬值。商品价格上涨，出口量增加，这些国家不再是国际社会援助对象中的底层国家。但是，最近原油价格的下降引发了俄罗斯卢布的贬值风险。美国和中国之间就人民币价值的对决虽然仍处于被抑制阶段，可是一旦控制失效，将爆发严重危机，不管是因为人民币的实力还是因为美国的债务负担财务状况，都会把矛头指向美元，而这样会给美国和中国的股市带来难以预估的十分不利的影响。另外，大多数新兴市场国家不具备在银行和交易员之间可以直接交易的可行性衍生产品和未来市场。卖空通常更是不被允许。因此，在新兴市场上进行对冲操作更加困难。

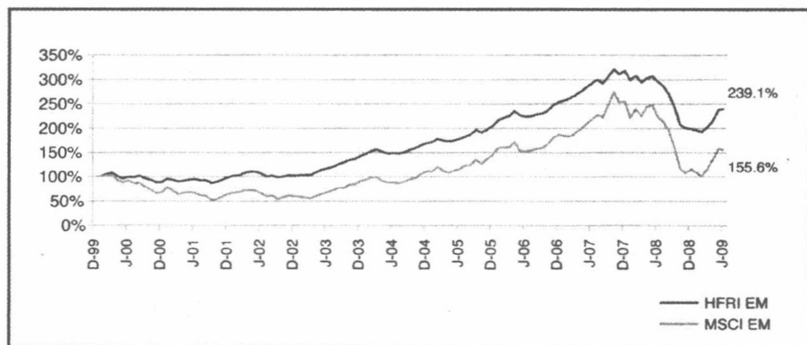
但与以前不同的是，现在在新兴市场投资要比以前容易得多。尤其是随着单个市场和集团经济体交易型开放式指数基金(ETFs)的兴起，投资变得更加容易。标准普尔为越南特别设计了一个指数，这个指数的 ETF 是越南市场向量(股票代号：VNM)。菲律宾市场很快也会有 ETF。在欧洲和亚洲等地区的新兴市场和所谓的前沿市场都有交易型开放式指数基金 ETF。“金砖国家”的若干单个市场和集团市场上也有 ETF 交易。一些 ETF 的目的就是为了卖空和杠杆作用，对冲掉国内市场的集团优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些证券让投资者在选择投资组合时变得更简单,他们可以选择不同的国家市场和经济分组情况,而这可能是专注于单只股票的共同基金经理难以完成的。他们也允许对冲和杠杆。因此,比起出售个股或者等待时机把共同基金中的某个投资产品卖掉,用 ETF 变现要简单得多。

然而我们也要记住,尽管名字相同,不是所有的 ETF 都具有同样的属性。例如,MSCI 前沿市场指数包含 25 个国家。大剑集团(Claymore)和纽约银行赞助的 EFT (股票代号:FRN)包含了 16 个国家,但是它分配给智利的投资份额就占了 1/3;同时,75%的投资分配给智利、波兰、埃及和哥伦比亚 4 个国家。Powershares 公司的中东和北非前沿国家 ETF(股票代号:PMNA)投资了中东和北非的 7 个国家。虽然目前有 3 个关于"金砖国家"的 ETF,但这些 ETF 的投资分配有所不同,每只基金投资于不同的国家和不同的工业领域。由大剑集团会同纽约银行创建的代号为 EEB 的 ETF,投资巴西的份额占 52%,而"标准普尔金砖国家 40"(BIK)几乎将一半的投资分配到能源领域,从地区上看,有 45%的投资份额在中国。iShares MSCI 金砖指数基金(BKF)的投资更多样化,但它同样专门拿出 7%的投资份额投资中国香港市场。

除此之外,不同种类的共同基金和对冲基金使得投资者在构建投资组合时,可以选取不同风险水平的投资,也能使它们在将新兴市场优势最大化的同时加入国内市场的投资份额。图 11.9 提供了 2000 年以来汇丰金融研究院(HFRI)新兴市场指数和 MSCI 新兴市场指数(长仓)的发展历史。控制风险的对冲操作



资料来源:HFRI, MSCI Barra。

图 11.9 新兴市场对冲基金和长仓指数对比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使得HFRI指数战胜了2000年和2008年的熊市，表现优于MSCI指数。在2000年的熊市中，HFRI指数收益率为2%，而同时期MSCI指数的亏损率为40%。HFRI指数在2008年市场下跌时也略有亏损。然而，在2003～2007年市场反弹时，HFRI的表现略差于MSCI。总体上看，2000～2009年7月，HFRI的累积收益率为139%，而MSCI仅为56%。

值得再次强调的是，在新兴市场投资或者说在国际市场投资并不等于投资多样化，也不意味着可以减少风险。在美国境外市场投资仍是一种机会主义的投资策略，可能会在带来大量回报的同时也蕴含着潜在的风险，这些风险甚至会比美国市场的剧变更加严重。但现在的情况是：一边是新兴市场美好的经济发展，一边是美国难以预料的经济前景和让人失望的市场回报。在这样的背景下，投资新兴市场，尤其是上文提到的“十国集团”(G10)无疑是一个诱人的机会，这个风险值得一试。

商品

由于次贷危机对银行系统和全球经济的潜在威胁，经济大萧条的恐慌弥漫于世界金融市场。而新兴市场的经济增长也伴随着危机突然停止，随之而来的是这些国家重要出口市场的经济萧条。然而这些情况对于商品市场来说，似乎可以被忽略。原油价格从2007年的50美元/桶开始持续上涨，在短暂下跌之后攀升至2008年的144.95美元/桶，在一年之中价格几乎增长了两倍。

马尔萨斯论危机

2008年初期，印度尼西亚、墨西哥因为食品价格上涨而引发了暴乱。从海地到孟加拉国再到埃及，也因为同样的原因爆发了冲突。在马尼拉，菲律宾政府雇用军队保证大米供应。美国甚至也受到影响：好市多(Costco)和沃尔玛超市定量限制每位顾客购买的大米。越南是继泰国之后世界第二大大米出口国，但当时它减少了近1/4的大米出口量。埃及半年之内禁止出口大米。而除了价格最贵的大米，印度几乎限制了所有种类大米的出口。在CNN播出的“美国早晨”节目上，哥伦比亚大学地球研究院院长杰弗里·萨克斯(Jeffrey Sachs)说：“周末正在华盛顿出席经济会议的美国财政部长听到这个消息后大为震惊，甚至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有些惊慌……在全球各地的贫穷国家几乎都发生了暴乱……而美国的穷人们也觉察到有一场暴乱正在酝酿。”[1]

2008 年因食物引发的暴乱和大米危机突如其来，但随之很快消失，因为全世界的目光转向了更为严重的危机：世界最大的金融机构濒临倒塌，全球经济即将陷入大萧条。但这次的食品价格危机揭露了快速增长的新兴市场，尤其是那些人口众多的新兴市场潜在的马尔萨斯论危机：如果地球上每个人都像美国人吃得那么多，地球母亲可能没有能力提供足够的食物，或者说没有能力提供超过现有人口 2/3 的口粮。

供应和需求的不平衡

根据估算，2008 年新兴经济体和发展中国家的人口数大约达到 70 亿，占世界人口的 84.8%。而“十国集团”(G10)占到人口总数的 52%。如果以这样的增长速度计算，在下一个 10 年，这些新兴国家将会增加 10 亿人吃饭。同时“十国集团”的经济以近年来最快的速度增长着，这使得它们的中产阶层能够逐渐培养起同西方国家一样的饮食习惯。鉴于以上分析，加上上涨的原油价格供应限制、陈旧的生产科技和大规模的城市化进程所导致的农业耕地减少，新兴国家的发展前景也令人担忧。

截止到 2008 年，除了食品、原油和相关燃料价格上涨快速，工业商品价格也快速上涨。也就是说，路透/杰弗里大宗商品期货价格指数(Reuters/Jefferies CRB Index)在2002～2008 年间，也就是全球经济萧条前，其价值增长了 3 倍(见图 11.10)。

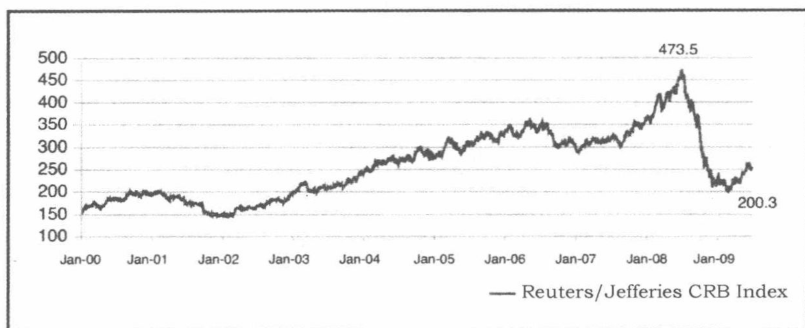
一旦全球经济复苏成为主流，商品供需间的不平衡必将显示其威力。2009 年，尽管增长速度不如以前，“十国集团”中已有 4 个国家实现经济持续增长(这 4 个国家分别为中国、印度、印度尼西亚和越南)，而且它们的经济增长速度很可能要高于国际货币基金组织预测的 4.2%。中国在 2009 年的目标增长率为 8%，下一年的增长速度可能更快。到 2011 年，G10 国家的经济有望得到继续发展，而发展速度较全球危机后的那几年更加平稳。

因此，商品价格带来的压力，尤其是已经进入寻常人家餐桌的商品的价格，

---

[1] “Riots, Instability Spread as Food Prices Skyrocket,”CNN, April 14, 2008.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源:Jefferies。

图 11.10　商品价格

在日后一定会继续上涨。如果世界经济仍然以这几年的增长速度发展,再加上全球范围内正在实行的宽松货币政策可能导致通货膨胀,经济前景也许更加令人担忧。由此带来的商品需求压力又会引发全球范围物价以更快速度上涨。农业商品价格会最先受到价格压力影响,紧接着是一些投入要素,如原油、相关燃料和工业金属,而它们本身已经面临着一系列压力。

而投资者如何能够充分利用这些发展趋势?

与乔治·索罗斯一起建立量子基金的吉姆·罗杰斯(Jim Rogers)说:"我相信,农业耕地将会是我们这个时代最好的投资。"[1]

商品投资的风险

罗杰斯这样说或许是对的,但是历史上,商品投资支持者和相信高通货膨胀期会重来的人,经常引用商品和股票市场的低关联性,作为创建传统型股票和债券投资组合的依据,如此可减小传统投资组合的波动率。然而,商品价格其实与股市状况紧密相连。自 2008 年年中以来,商品价格的走势和股市齐头并进。2008 年 7 月,路透/杰弗里期货价格指数(包含 19 种商品)高达 473.52,而当美国股市在 3 月创下新低时,这一指数也急速降至 200.34。然后,在全球经济开始结束萧条并出现复苏迹象时,商品价格和股价一起开始攀升。

[1] "Jim Rogers Discusses Agriculture, Inflation & Commodities," *Self Investors*, June 21, 2009. http://investing.typepad.com/tradingstocks/2009/06/jim-rogers-discusses-agriculture-inflation-commodities.html.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，商品投资并不像许多人建议的那样，是令投资多样化、风险减小的一种良好的投资方式。如果商品价格因供需不平衡和经济增长而发生变化，我们能从其中收获机会性收益，但它不能作为一种减少投资组合风险的策略。

商品投资也充满着风险——面临着收益波动风险和突发性事件带来巨大亏损的风险。原油价格惊心动魄地下跌和押注大宗商品价格的共同期货大规模损失这样的事件屡有发生，比如奥本海默大宗商品策略回报基金的亏损。在 2008 年 7 月到 2009 年 2 月间，这只基金的资产净值从 9.69 美元下降到 2.64 美元，跌幅达 72.7%。同样，原油价格在更短的时间段内下降了 80%。而原油 ETF (股票代码：OIL)跌幅更大。然而，黄金价格表现良好，虽然从最高点的 1 000 美元下降了 25%，但现在已经重回历史最高水平。

从商品投资中获利的途径

投资者可以用以下几种方式从商品价格的变动发展中获利。

● 商品交易所交易基金

除了共同基金，还有许多专注于不同商品的交易型开放式指数基金，这些商品基金从期货或者资产支撑的合约中衍生而来。相对而言，它们交易较为简单，容易构建，可以做多或者做空某种商品，也可以平衡资本。

● 管理期货基金

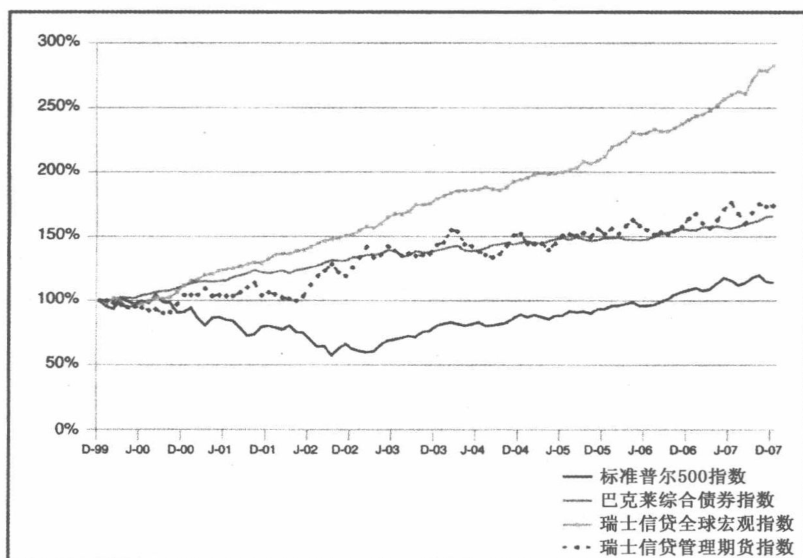
这是另一种对有钱人颇具吸引力的投资途径。这些基金由商品交易顾问(CTAs)打理，主要的交易为受管控的期货交易和金融工具。相对于传统的商品，可能会做不同的操作，比如做多黄金、做空白银，这样能有效地进行对冲操作。他们不仅可以做多，还可以做空任何交易。他们可以大量买入不同种类的商品，当然也可以少买些。一些商品交易顾问专注于硬商品，比如黄金和白银；而另一些则关注于农产品和金融工具。还有一个相对而言较为特殊的领域，就是货币。他们把赌注压在世界货币和美元或者其他币种的走向和关系上。国际证券和债券共同基金也提供了用美元打赌的方式，但这种方式是单向的，就是希望美元会下跌。而商品交易顾问可以做双向交易。

管理当局，主要是商品期货交易处(Commodity Futures Exchange)，要求管理期货基金按规定注册对应的商品交易顾问，或者商品基金管理人。除了可以进行受监管的交易，一些管理期货基金还可以用常规交易的方式交易市场以外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的衍生物。基金经理在边缘区和衍生物中利用杠杆效应。如果他们也对价格走势进行技术分析，用计算机生成的信号做参考，他们也被称为系统性交易员。尽管也会依靠技术分析，但较为随意的经理们会更依赖直觉来决定是要持仓还是要将手里的投资折现。不管怎样，他们都是动量投资者，借助金融市场和商品市场的波动投资。他们估算风险管理，减少损失。他们会突然收手，也就是说，如果预先估计的走势没能实现或者向相反的方向发展，不管获利也好、亏损也好，他们都会提前收手。他们交易频繁，但严格遵守固定的盈利和变现原则，尤其当已经达到损失范围时，他们更会小心翼翼。一些商品交易顾问擅长短期交易，如果他们从单笔交易中控制了风险，他们会为从小额价格变动中获得少量利润而感到满意。

图 11.11 对比了瑞士信贷/特里蒙特管理期货指数、标准普尔 500 指数、巴克莱综合债券指数的收益。值得注意的是，债券和管理期货指数收益类似。然而，我们应该注意到瑞士信贷指数的波动率高达 12%，而巴克莱综合债券指数仅为 3.8%。管理期货基金的收益离散率也很显著。不同的投资风格、投资种类、资产规模和一系列其他因素，导致投资结果差异巨大。



资料来源：Standard & Poor's, Barclays Capital, Credit Suisse/Tremont。

图 11.11　股票、债券、管理期货和全球宏观收益对比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

● 全球宏观对冲基金

这是另一种在全球主要股票和债券市场投资商品并押注其变动趋势的投资方式。其投资范围比商品交易要广。作为一种投资组合，它们对投资策略没有限制，可以在股票、债券、货币、衍生产品（包括期权和期货）和商品上自由进行买空、卖空等操作。它们跨越了国家之间的界限，在发达国家和新兴市场中都有所涉及。这其中最广为人知的就是金融大鳄乔治·索罗斯创建的量子基金。为了实现这些目标，全球宏观基金在多种证券，包括股票和债券、衍生产品和交易所交易基金上进行押注。

图 11.11 显示了瑞士信贷/特里蒙特全球宏观指数的历史收益情况，它代表了全球宏观基金收益情况。显而易见，全球宏观和管理期货指数在 2000 年的熊市中没有像标准普尔 500 那样亏损严重。而且，虽然在 2000～2009 年间期货指数和巴克莱综合债券指数的总收益相似，但两者都远远落后于全球宏观指数。然而需要指出的一点是，全球宏观和期货指数反映了不同的投资策略，这其中可能有重叠。

另类投资

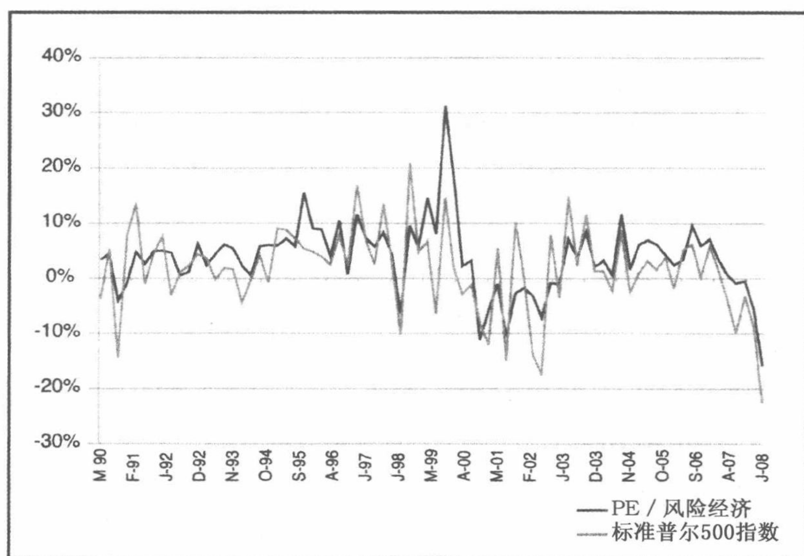
非公开交易的证券和固定收益证券被归为另类投资。尽管也投资于传统的股票、债券以及诸如货币和衍生产品等其他常规渠道，对冲基金也常被认为是一种另类资产。但是，如果把对冲基金也归为另类投资，就有些不妥。我们的投资处在风险之中，为什么不设法管控风险？制定风险管理策略应该成为一种常态，应该成为评估投资的标准，而不是备选项。私募股权（Private Equity）、不动产和其他实际资产，比如木材、农场、牧场、石油和天然气资源、红酒、艺术品和古董都被认为是另类投资，它们早在公开交易证券之前就已经存在了。

总体来说，实际资产能够积极应对通货膨胀，所以当通货预期较高时，它们便成为炙手可热的投资品。经济扩张期，对收入和财富的渴望加强，这也能提高实际资产的收益。另一方面因为稀少度，一方面因为非流动性，当然更不用说名利因素、艺术品和古董这样的专业化资产有较高的保值效能。但是与此同时，集资成本较高也会损害到这些另类投资的收益，尤其是在信用短缺和流动性已经溢价时。公开交易的房地产投资信托基金（REIT）和不动产类交易所交易基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的评估也受到这些因素的影响。本质上说，它们的基础资产也是非现金性的。相反，在信贷危机和经济震荡期，实际资产的非现金性会迫使资金紧张的卖家以极低的折扣变卖手中昂贵的资产。此时，专注于此类投资的投资者和投资基金就有可能抓住机会，收获不同寻常的收益。但是，即使以低价购入，投资者也需要耐心等待，才能等到可用的现金流。

私募股权(PE)这种另类投资适合长期投资。它的投资周期一般长达 7～10 年，甚至更长。此类投资运作之初无法获得收益，然而必须支付的各种管理费和手续费数额最高可达到投资资本的 20%，所以起初阶段的投资收益为负值。这就是我们常说的 J 曲线效应，这对已经习惯了投资股票的投资者来说是一个令人不悦的干扰因素。同时，私募股权也取决于总体经济环境和股票市场的运作情况。这也是私募股权的收益与股票收益紧密相关的原因(参见图 11.12)。



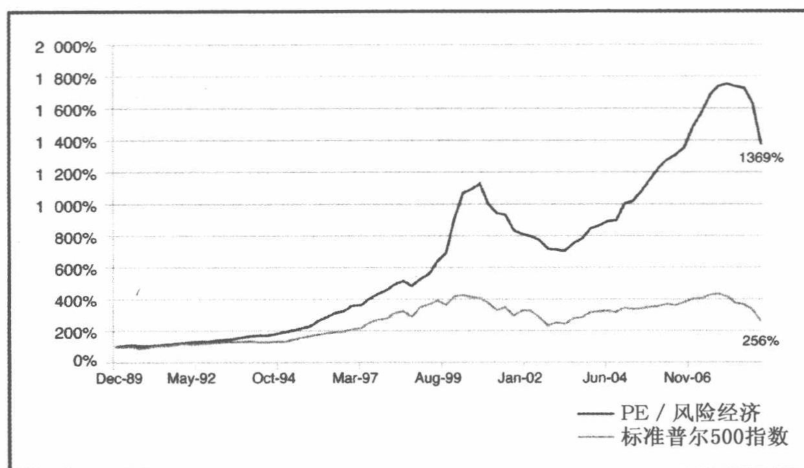
资料来源：PE/Venture Economics，Standard & Poor's。

图 11.12　私募股权和股票的关联

股市整体上涨时，机会较多，如果能够利用在公开市场首次公开募股或者是以优惠价格被其他公司合并的机会，卖掉私募股权投资组合里的公司股份，便能达到最好的投资目的。如果贷款条件相对宽松，利率也不高，这样的利率环境也会成为有利因素。此时，私募股权基金能够利用借款来杠杆调节投资组合。因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此,私募股权的收益一直领先于股票市场。图 11.13 显示了自 1990 年以来,由风险经济公司(Venture Economics)所记录的私募股权收益情况。如图所示,2008 年末期,私募股权的收益达到了 1990 年的 12 倍;同比,标准普尔 500 指数是 1.5 倍。与此同时,私募股权顽强地挺过了 2000 年艰难的熊市。当然我们也要谨慎看待这些收益数据。因为不平衡的现金流和其他因素,私募股权的收益测算方法较为复杂,所以不完全具有可比性。



资料来源:PE/Venture Economics,Standard & Poor's。

图 11.13　私募股权和股票的收益对比

当然,在 2008 年经济萧条、市场低迷时,私募股权也受到了影响。根据风险经济公司的数据,2008 年私募股权的亏损率达－21.7%,当然这个表现比公开的股票市场还是要好很多。然而在未来,根据《财务会计准则》157 条和 159 条,私募公司要按要求进行"公允价值会计",也就是说,要将持有的投资组合资产价值调至市价。以前,私募公司还可以钻个空子,按成本价计算投资组合里的公司股票,直到它们几年后被卖掉。正如一些按揭支持证券和其他此类证券,调至市价会大大增加私募股权收益的波动性。据《金融时报》报道,很多在 2006～2007 年间进行的融资收购交易可能要面临可怕的大幅度减值。[1] 在这些交易中,私募公司为了私下达成目标,比上市公司多支付了 25%的溢价,也因此导致大

[1] Henny Sender,"Investors Braced for Private Equity Losses," *Financial Times*, January 7, 2009. http://www.ft.com/cms/s/0/8a1a2402－dc5b－11dd－b07e－000077b07658.html?nclick_check=1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量债务。“这意味着它们在资产上可能缩水 60%。”[1]面对资产价值下降、惨淡的收益前景和经济环境，很多私募投资者开始在次级市场上倾销投资产品。2008 年，哈佛大学试图“卖掉投资组合中的大部分私募股权，但没有收到一个可以接受的报价”。[2]

这些不利的情形时刻提醒投资者，私募股权在长期投资中有着吸引人的潜在收益，但是需要充分考虑其长期持有性和较小的流动性。如果遇到紧急情况，私募股权不可能在短时间内在次级市场被抛空。芝加哥大学董事会主席和捐款基金委员会成员安德鲁 · 阿尔珀(Andrew Alper)在评价 2009 年财年那令人沮丧的投资结果时说，捐款基金委员会当初应该选择全部抛售私募股权公司的投资，但是他们却没有。[3]

私募股权涉及的另一个问题就是资本召集要求。简单来说，私募公司筹募资金，从投资者处获得投资资本，但投资者不是一次性付清总投资额。在私募公司召集资本时，投资者拿出资金，以分期付款的形式投资。也就是说，投资者需要为手里剩余的资金找到其他暂时性的投资渠道，不管是现金投资还是其他方式，这就是全部支付资本投资和分期支付资本投资的区别。不管是什么样的暂时性投资，重要的是要记住：当私募公司发出资本召集通知时，你手里能够有可用的资金；否则，会面临罚金和财产没收等严重后果。2008 年的金融危机暴露了私募股权的这一特性。一家基金公司集团总裁在一家律师事务所如是说道：“如果两个月前问我，在组建基金的 15 年经历中，投资者违约的情况发生了多少次？我会说有 2 次。但是在过去的 2 个月中，我已经经历了很多次投资者违约，或者向合伙人暗示自己无法支付下一个投资要求的情况。”[4]

另外，私募股权基金初期的负利润也让投资者心烦意乱。这就是 J 曲线效应，如图 11.14 所示。在开始的几年，投资者按照私募公司的资本召集要求，在做新投资时投入资金。而这几年没有投资回报——事实上只有亏损。这很大程

---

〔1〕 Henny Sender, “Investors Braced for Private Equity Losses,” *Financial Times*, January 7, 2009. http://www.ft.com/cms/s/0/8a1a2402－dc5b－11dd－b07e－000077b07658.html?nclick_check=1.

〔2〕 Craig Karmin, “College Try: Chicago's Stock Sale,” *The Wall Street Journal* (August 21, 2009): C1.

〔3〕 Craig Karmin, “College Try: Chicago's Stock Sale,” *The Wall Street Journal* (August 21, 2009): C1.

〔4〕 Oliver Smiddy, “Pressure Build as Prospect of Investor Default Rises,” Dow Jones Financial News, December 1, 2008. http://www.efinancialnews.com/homepage/content/3452635792.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度上是因为私募股权的服务费维持在总投资额的2%左右，而不是阶段性投资的2%，再加上机构性花费和投资欠佳时的资产贬值（当这些贬值越来越明显时，私募公司会很快意识到）。鉴于总体的资本量，这些现金流的负利润可能数量巨大。因此，在最初几年，投资者看到的只是私募股权的亏损。只有在几年之后，通过IPO或者售出股份赢得了利润，投资者才能够获得收益分红，得到可观的收益。

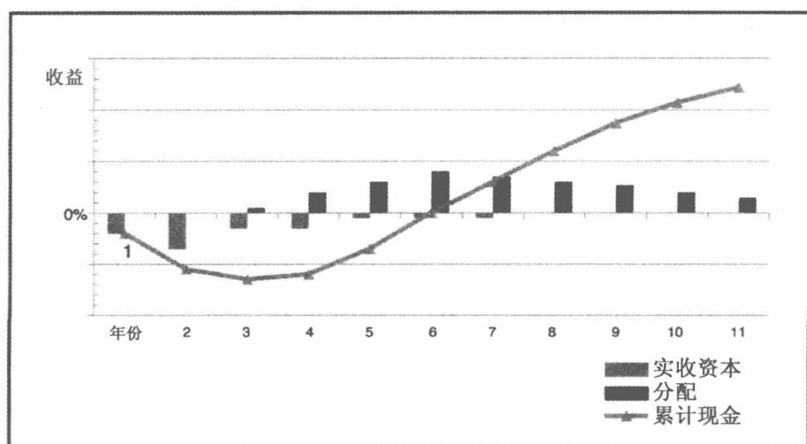


图 11.14　私募股权的J曲线效应

总而言之，私募股权是一种长期投资，无法满足投资者高流动性的需求，在投资的前几年只有负利润。在第4年左右，随着一系列因素的影响，比如投资速度、市场和经济环境还有早期投资的成功，投资者才能开始在资本分配中看到可观的收益回报。因此，投资者应该对私募股权持有希望，相信其收益会大于公开市场，这样才有所值得。

绝对回报和机会性收益

我们讨论了3种能够增加绝对回报投资组合潜在收益的主要资产种类。它们的预期回报率很高，亏损风险也很高。在2008年经济萧条的余波之下，新兴市场的经济增长继续保持良好势头，预计会在全球财富市场占到更高的比重。商品投资也会从新兴市场增长的需求和潜在供应限制中获利。而私募股权仍然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是在长期投资中能够大大超过公开证券市场的资产种类。

在绝对回报投资组合中，建议将上述资产的投资比例控制在20%以内。然而，这个比例可随着投资者的不同经济情况来做出调整，比如对资金流动性的需求高低、是否愿意和能够做长期投资，以及是否能够找到合适的投资媒介，如合格的基金经理。最重要的是要铭记：这些投资的作用是在绝对回报组合和资产配置策略中增加机会性收益，同时能够将预期亏损控制在可承受的范围内，也就是说，不能严重影响投资者未来的财政计划和生活方式。

有了这些机会性投资，再加上固定收益和对冲基金，这样的绝对回报投资组合可以令投资者在获得高回报的同时保持需要的资金流动性，并将风险控制在一定范围内。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结　论

2009 年，在世界金融市场崩塌一周年之际，G20 成员国和新兴经济体各国财长及央行行长齐聚伦敦，为世界经济把脉。G20 也就是 20 国集团，由 8 国集团(美国、日本、德国、法国、英国、意大利、加拿大、俄罗斯)和 11 个重要新兴工业国家(中国、阿根廷、澳大利亚、巴西、印度、印度尼西亚、墨西哥、沙特阿拉伯、南非、韩国和土耳其)以及 1 个实体(欧盟)组成。其组织结构较为松散，但其成员国的 GDP 总量占世界经济的 85%，贸易额占 80%。在这次会议上，各成员国央行行长、财长及欧盟主席首先肯定了在全球经济市场出现复苏迹象的背景下，它们为稳定金融市场做出的贡献。[1] 美国财政部部长蒂莫西 · 盖特纳(Timothy Geithner)发言称："尽管在很大程度上，这些近期的好转是因为政府的资金救援，如'旧车换现金'计划的成功实行。"他同时还说："金融系统正出现复苏迹象，经济增长指日可待。然而，我们的未来仍面临着重重挑战。"[2]所以，各国财政部长都同意"要继续坚定不移地执行必要的财政支援措施，扩大金融、财政政策

[1] Mark Scott, "G-20 Summit: Assessing the Global Recovery," *Business Week Online*, September 4, 2009. http://www.businessweek.com/globalbiz/content/sep2009/gb2009093_270473.htm.

[2] Jane Wardell and Aoife White, "G-20 to Maintain Economic Stimulus Measures," Associated Press, September 5, 2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的广度……直到经济确实得到恢复”。[1] 英国首相布朗也英雄所见略同，他说：“在我看来，如果现在就决定撤资，收回已经实行的金融政策，就会酿成大错。”布朗还说：“反言之，在5万亿美元的财政支援计划中，虽然已经有一大半预计要开始使用——当然还没有开始，在这样的情况下，G20成员国应该研究如何更勤俭、更谨慎地实施这项财政政策，推动经济刺激方案，确保这些政策和方案在今年和下年得以全面实施。”[2]

所以现在，不管是为了解决全球信贷危机的“根本原因”，以及“重建信用体系而加强金融监管”而开展的“激进重组”对话，还是如美国财政部部长蒂莫西·盖特纳所说，“采取更有效的抑制措施”控制金融机构的高风险，这些措施都还停留在日程表上未得到实施。先把下一次危机的担忧抛在一边。套用此次会议上的与会者和观察家的话说：“要做的还有很多。”[3]以色列银行行长说：“还有很多未完成。”欧洲央行行长让·克罗德·特里谢(Jean-Claude Trichet)说：“如果我们没有从这次危机中全盘吸取教训，思考如何制定规则，后果将是毁灭性的。”对冲基金 FrontPoint Partners LLC 首席投资官理查德·布克斯塔伯(Richard Bookstaber)说：“除非我们采取措施减少金融市场中的复杂性和杠杆效应，否则‘过去几年的悲剧将会重演’。”国际清算银行高级官员斯蒂芬·切凯蒂(Stephen Cecchetti)说：“我非常担心随着经济的恢复，修复金融系统的政治意愿逐渐减弱，而这才是使金融体系完全恢复的重要力量。”

多亏了纳税人的资助和对银行风险投资行为的较少限定，银行为它们的盈利上涨欢欣鼓舞。正如前面所言，银行重回老路，杠杆效应也在华尔街重演。“公司在销售不良金融产品，而这正是扰乱市场、引发上次金融危机的元凶。银行选择高风险的胃口越来越大：2009年第二季度，如果投资失手，国内最大的5家银行平均每天的损失都可能达到10亿美元，这将是历史新高。”[4]银行的估

---

[1] “G-20 Take Aim at Executive Bonuses,”Cnn.com,September 7,2009.http://edition.cnn.com/2009/BUSINESS/09/06/g20.london.meeting/.

[2] Katherine Haddon,“G20 Leaders Left To-Do List Ahead of Summit,”Associated Press, September 5, 2009. http://www. google. com/hostednews/afp/article/ALeqM5gMrp0N4_j7e-HBCwithNjqiu3fMeQ.

[3] Rich Miller and Simon Kennedy,“G-20 Risks’Catastrophe’as Push Ebbs for Regulation,” Bloomberg.com,September2,2009.http://www.bloomberg.com/apps/news? pid=20601068&sid=akh0JQKKbKLS.

[4] Rich Miller and Simon Kennedy,“G-20 Risks’Catastrophe’as Push Ebbs for Regulation,” Bloomberg.com,September2,2009.http://www.bloomberg.com/apps/news? pid=20601068&sid=akh0JQKKbKLS.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值是10.4亿美元，而2007年这个数值是5.9亿美元。此外，如《巴伦周刊》(*Barron's*,美国专业财经杂志)的观察：卖空者仍在潜伏。“他们或许紧锁房门，昏昏沉沉，卧床不醒？或者他们疯狂冲动，总是要抢着排在流动厨房里的第一个位置？他们或者漫无目的地漫步街头，喃喃自语道：会恢复的，会恢复的。”[1]然而，《巴伦周刊》对这些“广受轻视的卖空者”也本着慈悲为怀的态度，他们指出：“我们相信，尽管光彩耀人，但我们现在所看到的不过是这场漫长的熊市中的一点反弹。尽管评估已经大大提升……如果市场在上涨10%之后又急转直下，我们也不会感到惊讶。”[2]

为什么我们会手心冒汗？为什么要等着已经被评估为“显著加强”的市场冲击？为什么储户和长期投资者要将毕生积蓄投于股市，让股市决定他们未来的财政前景？约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)将股市生动地形容为“投机漩涡上的泡沫——如果这个国家的资本发展已经成为赌场的一种副产品，尤其是没有采取必要措施管理和最小化亏损的下行风险”。而现在的股市就越来越符合凯恩斯的这个描述。[3]

我们回顾了房地产市场投机行为引发的行业破产，也回顾了2008年由于股市高风险产品、经济领域大范围的杠杆效应以及次级住房贷款而引发的经济全盘崩盘。美国的这些经济泡沫破裂与1989年日本股市达到顶峰之后发生的房地产和股市崩盘在很多方面极其相似，但有一点不同：美国股市所植根于的经济基础要比日本差得多，自股市开始以来的20年中，一直存在着一些痼疾，比如曾经创历史纪录的政府预算赤字、住房和金融市场过度杠杆化，还有前所未有的国债负担、贸易逆差、依靠国外债务融资、日益恶化的国内生产基础、极低的个人存款率，再加上逐渐衰弱的世界经济。美国几乎没有能够修复经济、重回健康发展的可能性和灵活性。

危机发生以来，没有发生结构性的改变。如果继续维持杠杆和过多债务的经济模式，美国经济无疑是在冒着陷入一场风暴的风险去躲避另一场“可怕风暴”。正如一只大型基金的基金经理所说：“这好似跳台滑雪……在短距离的冲

---

[1] Alan Abelson, "Time to Lighten Up," *Barron's*, September 7, 2009.
[2] Alan Abelson, "Time to Lighten Up," *Barron's*, September 7, 2009.
[3] John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest, and Money* (New York, Harcourt, Brace & Company, 1964), p. 159.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

刺上升后纵身一跃，最终却以急速下降收尾。”[1]这其中，因为健康银行体系中的“保护性因素”被严重摧毁，美联储只能独自在价格稳定的基础上寻求经济增长。然而，在刺激经济增长的主要方式中，似乎只有印钞机能够运转，而事实上，它一直在超时运转着。在失业率持续上升、房地产市场停滞不前、债务负担创历史新高的背景下，印钞机还有能力挥动大拳，战胜通货膨胀和通货紧缩这两个如影随形的经济恶魔吗？

正如凯恩斯向我们提出的忠告，如果一个国家的经济发展由一群赌场管理员掌控，那么对于习惯存钱的储户和长期投资者来说，他们需要考虑如何管理他们在股市投资里的损失风险。尽管证券投资能够也确实为投资者带来了可观收益，但是市场逐渐刮起逆风，良好的动力因素变成了阻力，能够增强股市活力的基本形势已经荡然无存。证券投资已经不再是乘着有利条件的东风，只要耐心和自律就可以让投资者有所获益的游戏。在当前形势下，我们需要认识到股票的真实面貌：它们是一种风险性资产，能够让人获利，也能够让人损失惨重。

这个观点本身没什么新鲜的。但是在 20 世纪 80 年代和 90 年代，投资者在股市中的连连获胜掩盖了股市的脆弱性。股市被认为是一种能够预测到收益的必要投资。但是，现在这种光辉已经一去不复返。在经历了几乎 20 年的上涨后，股市衰退了。自 2000 年开始，在 10 年的上涨和破裂的泡沫后，股市留给人们的是经历灾难后的破败和难以完成的期待。而这之后持续的高风险投资行为和经济杠杆，再加上零利率政策，让美国的股市发展之路和日本如出一辙：风险较高，市场的重要方面持续衰退，而这些风险和劣势都不是在短时间内能够被甩掉的，会像日本一样要经受 20 年的休眠期。美国股市并不是没有经历过持续 20 年的震荡期，这期间也伴随着大幅反弹和急速下跌。常被用来作为参照物的一个例子是，1966～1982 年间市场经历了持续的繁荣，也经受了经济泡沫的破裂。事实上，被作为市场基准而广受欢迎的道琼斯工业平均指数，在其 110 年的发展史上经历了更多的价格下降。再加上通货膨胀的影响，股市的前景看起来更加岌岌可危——至少还要有好多年才能恢复。

就像玩机遇游戏一样，投资者需要仔细权衡股票的潜在收益和潜在损失，计

---

[1] Cristina Alesci, “Goldman Sachs Wrong on Economic Recovery, Macro Hedge Funds say,” Bloomberg.com, September1, 2009. http://www.bloomberg.com/apps/news? pid=20601109&sid=auG-WGWlnohNo.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

算各种收益结果的可能性。但是在任何市场情况下，都需要控制亏损风险，而不能天真地认为股市会一直上涨或者有奇迹发生。对某些人来说，"裸泳"是一件有趣的事，也很自然。但是对于习惯存钱的储户和长期投资者而言，他们不会也不能在股市上参与买卖交易。于是我们为他们列出了绝对回报投资策略，目的是为了在提供现金流动性和收入的情况下能够保存资本，同时也能够利用机会获取机会性收益。在这个策略的背后，强调的是对股票证券和其他风险投资的风险管理，强调将它们对存款或退休资产的影响控制在一定范围内，使得这些损失不至于影响投资者的财政状况和未来的生活；同时也是为了给那些希望借助资产投资保持一定的生活方式和退休生活的人们，提供一定的流动性资金和可预期的收入。

对于很多储户来说，绝对回报投资组合可能只包含分等级的固定收益证券和由专业基金经理来管理的债券基金，以此来增加收益，控制利率风险。而对于其他人来说，可以通过加入重视风险控制的对冲基金来增加收益，使其等同于股票收益水平。市场上有很多以此为目的的对冲基金投资策略。我们已经讨论了其中的一部分，比如保守型对冲基金、多头/空头股票、事件驱动型股票等。

绝对回报投资策略并不是完全不能包含美国股票。但是，它们的风险要能够被潜在收益所抵消。所以，绝对回报投资策略和资产配置策略要充分包含诸如美国股票之类的风险资产，它们也同时具有潜在的回报，它们被资产种类基本情况所钟爱。还有新兴市场，尤其是我们称之为"十国集团"的经济体，这些国家的经济增长前景远远大于美国和其他发达国家。马尔萨斯论中的风险会导致供求不平衡并促使物价上涨，这也为商品投资收益带来了巨大的不确定性。其他资产种类，比如私募股权和实际资产，也能够作为绝对回报投资的一部分带来机会性收益，这些投资的风险和流动性都要在投资者能够承受的范围之内。

从开始到结束，本书的中心思想贯彻始终：风险需要得到管理和控制，但是我们要拥抱风险，获得可观收益。绝对回报投资策略和资产配置策略的设计初衷是：提供合适的流动性资金和可以预测的收入来源，在提高收益的同时保存资本；换句话说，以最小的损失保存和创造财富。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新一轮经济危机源于美国，并以暴风骤雨之势席卷全球，世界的每个角落都被这次经济危机影响到：房价骤跌、公司破产、银行倒闭……种种惨况无时无刻不在对人们进行冲击。逆境中，人们开始反省和思考：经济危机何以产生？何以扩散？何时到头？如今我们该何去何从？

这些问题都可以在维恩·特兰博士所著的《颠倒的市场》一书中寻得答案。正如太平洋投资管理公司（PIMCO）市场策略家及投资管理组合经理托尼·克雷森兹（Tony Crescenzi）所说："维恩·特兰对于全球经济有全面深入的了解，作为市场参与者也拥有非凡的技巧，他的智慧在《颠倒的市场》一书中闪耀全篇。特兰博士在本书中指出了美国经济的内在问题，以及这些问题为投资者带来的风险。本书还展示了各种投资策略，帮助投资者在动荡的经济环境下生存和发展，对于任何想要了解当下投资新环境的读者而言，这都是一部极其重要的作品。"

大西洋资产管理公司主席兼首席执行官罗纳德·W.赛勒斯（Ronald W.Sellers）也对维恩的这部力作给予了很高的评价："房地产价格暴跌、信用市场危机、2008年股灾所产生的影响席卷全球，令人们瞠目结舌之余开始质疑自己以往所学的市场知识是否可靠。如何规划将来？维恩·特兰呈现的是第一部真正理智的指导手册。"

该书文笔流畅，以轻松幽默的写作风格表达严肃而又独特的观点，美国著名作家安妮特·邵博士（Annette Thau，Ph.D.）的如下评述可谓一语中的："本书有极强的启发性和全面性，充满各种奇思妙想，是一本不可多得的佳作。"

网址：www.sufep.com

PEARSON
www.pearson.com



汇我智慧 添您财富

ISBN 978-7-5642-2199-7



定价：52.00元